

Zeszyty Naukowe
Wydziału Zarządzania GWSH

Zeszyty Naukowe
Wydziału Zarządzania GWSH

Nr 4

Globalna Gospodarka, Zarządzanie, Prawo i Administracja

Global Economy, Management, Law and Administration

Instrumenty i transakcje rynku finansowego w zarządzaniu finansami i rachunkowości

pod redakcją naukową
Gabrieli Łukasik
Józefa Pfaffa



GÓRNOŚLĄSKA WYŻSZA SZKOŁA HANDLOWA
im. Wojciecha Korfańtego

Katowice 2014

Globalna Gospodarka, Zarządzanie, Prawo i Administracja

Global Economy, Management, Law and Administration

Instrumenty i transakcje
rynku finansowego
w zarządzaniu finansami
i rachunkowości

Zeszyty Naukowe
Wydziału Zarządzania GWSH

Zeszyty Naukowe
Wydziału Zarządzania GWSH

Nr 4

Globalna Gospodarka, Zarządzanie, Prawo i Administracja

Global Economy, Management, Law and Administration

Instrumenty i transakcje ryнку finansowego w zarządzaniu finansami i rachunkowości

pod redakcją naukową

Gabrieli Łukasik

Józefa Pfaffa



GÓRNOŚLĄSKA WYŻSZA SZKOŁA HANDLOWA
im. Wojciecha Korfańtego

Katowice 2014

GÓRNOŚLĄSKA WYŻSZA SZKOŁA HANDLOWA im. Wojciecha Korfantego

Recenzent

Prof. zw. dr hab. Bronisław Micherda

Redaktor naczelny: prof. nadzw. dr hab. Krzysztof Szafarski

Wydawca: Górnośląska Wyższa Szkoła Handlowa im. Wojciecha Korfantego

Redaktor statystyczny: prof. zw. dr hab. Grażyna Trzpiot

Rada naukowa:

- prof. zw. dr hab. Jerzy Rokita – przewodniczący – GWSH
prof. zw. dr hab. Ryszard Janikowski – GWSH
prof. nadzw. dr hab. Andrzej Biszyga – GWSH
prof. dr hab. Oskar Starzeński – emerytowany profesor Université de Valenciennes, Francja
dr hab. Václav Lednický – Slezská univerzita, Opava, Republika Czeska
prof. dr Lucjan Orłowski – Sacred Heart University, Fairfield, Connecticut, USA
prof. dr Henrich Badura – Bundesministerium fuer Wissenschaft und Forschung, Stabstelle bilaterale
Freundschaftsgesellschaften, Wiedeń, Austria

Copyright © by

GWSH

ISSN 1428–9520



Katowice 2014

Skład i łamanie:

Wydawnictwo

Agencja Artystyczna PARA Zenon Dyrzka

ul. Chorzowska 73A, 40-101 Katowice

tel.: 516 148 044

E-mail: parawydawnictwo@wp.pl

Wydanie I, nakład 100 egz. Arkuszy wydawniczych 9,25, arkuszy drukarskich 10,25

SPIS TREŚCI

WSTĘP	7
GABRIELA ŁUKASIK Podstawy strategii pozyskiwania kapitału własnego na rynku kapitałowym	9
MAGDALENA BALIŚ Bariery i ograniczenia w dostępie do rynku kredytowego w sek- torze mikro i małych przedsiębiorstw	22
ADAM LEJMAN GĄSKA Wykorzystanie transakcji na rynku Forex w inwestycjach finan- sowych	37
IRENEUSZ GAŁUSZKA Opodatkowanie zysków kapitałowych w perspektywie międzyna- rodowej	53
JOLANTA GAŁUSZKA Współczesna architektura systemu podatkowego w warunkach gospodarki rynkowej	70
BARBARA OTTE Miejsce instrumentów i transakcji rynku finansowego w kształto- waniu wyniku finansowego przedsiębiorstwa	86
BARTOSZ ORLIŃSKI Wpływ instrumentów i transakcji finansowych na kształtowa- nie przepływów pieniężnych w przedsiębiorstwie	99

JÓZEF PFAFF

- Klasyfikacja i wycena podstawowych instrumentów finansowych według regulacji międzynarodowego standardu sprawozdawczości finansowej dla małych i średnich przedsiębiorstw 116

MAŁGORZATA RÓWIŃSKA

- Modele wyceny bilansowej instrumentów finansowych w świetle międzynarodowych i polskich regulacji rachunkowości 128

KRYSTYNA BARCZYK

- Instrumenty pochodne w zarządzaniu ryzykiem gospodarczym . 141

RAFAŁ RYDZAK

- Ujawnianie i prezentacja informacji o pochodnych instrumentach finansowych (wybrane zagadnienia) 152

KATARZYNA TKOCZ-WOLNY

- Wycena, ewidencja i sprawozdawcze ujęcie nieruchomości inwestycyjnych 163

WSTĘP

Kolejny numer Zeszytów Naukowych GWSH dotyczy podstawowych zagadnień związanych z funkcjonowaniem współczesnych rynków finansowych. Z szerokiej problematyki rynków finansowych wyróżniono tematy, uwzględniające zarówno rolę instrumentów i transakcji finansowych w zarządzaniu finansami i rozwiązaniach podatkowych jak i w rachunkowości, głównie w metodach wyceny, ewidencji i sprawozdawczości.

W obszarze zarządzania finansami i rozwiązaniach podatkowych zwrócono uwagę na:

- rynkowe pozyskiwanie kapitału własnego przez spółki akcyjne,
- możliwości dostępu do rynku kredytowego w sektorze mikro i małych przedsiębiorstw,
- wykorzystanie transakcji specyficznego rynku Forex w inwestycjach finansowych,
- rolę i miejsce systemu podatkowego w transakcjach rynku finansowego,
- wpływ instrumentów i transakcji finansowych na kształtowanie wyniku finansowego i przepływów pieniężnych.

Pozyskiwanie kapitału własnego na rynku finansowym wymaga oceny szans i zagrożeń, dokonywanego wyboru oraz spełnienia szeregu warunków, decydujących o skuteczności realizacji transakcji na rynku.

Odrębne problemy dotyczą możliwości dostępu do pieniądza kredytowego dla małych i mikro przedsiębiorstw, szczególnie w warunkach ograniczeń systemowych związanych z regulacjami Nowej Umowy Kapitałowej. W artykule zaprezentowano wyniki badań empirycznych związanych z oceną dostępu do kredytu bankowego ze strony banków i podmiotów gospodarczych.

Rynek Forex jest szczególnym segmentem rynku walutowego, pozwalającym wykorzystać transakcje finansowe zarówno dla celów spekulacyjnych jak i zabezpieczających ryzyko walutowe.

Zagadnienia opodatkowania przedstawiono w dwóch aspektach uwzględniających:

- opodatkowanie zysków kapitałowych w rozwiązaniach międzynarodowych,
- współczesne teorie podatkowe w powiązaniu z rozwojem rynku finansowego.

Dwa kolejne artykuły łączą zagadnienia rozwoju rynku finansowego, jego instrumentów i transakcji z decyzjami kapitałowymi podmiotów gospodarczych i ich ujęciem w sprawozdawczości finansowej. Akcentuje się w nich powiązanie instrumentów i transakcji finansowych z kształtowaniem się wyniku finansowego i przepływów pieniężnych.

W artykułach, dotyczących problemów rachunkowości podejmuje się szereg istotnych zagadnień związanych z:

- klasyfikacją i wyceną podstawowych instrumentów finansowych w sprawozdaniach finansowych, sporządzanych zgodnie z międzynarodowymi standardami sprawozdawczości finansowej,
- wykorzystaniem instrumentów pochodnych w zarządzaniu ryzykiem i ich ujęciem w międzynarodowych standardach rachunkowości,
- wybranymi elementami rachunkowości w zakresie nieruchomości inwestycyjnych.

Problemy prezentacji, klasyfikacji i wyceny instrumentów finansowych ujęte w artykułach są szczególnie ważne z uwagi na możliwości wykorzystania różnych modeli wyceny, decydujących o ocenie sytuacji finansowej podmiotów gospodarczych i wiarygodności sprawozdań finansowych.

Zagadnienia instrumentów pochodnych przedstawiono w dwóch aspektach uwzględniających zarówno zakres ryzyka związanego z działalnością gospodarczą i możliwością jego zabezpieczenia, jak i sposobu oraz metod ich ujęcia w sprawozdaniu finansowym.

Ostatni z prezentowanych artykułów podejmuje problem ewidencji i wyceny nieruchomości inwestycyjnych. Rynek inwestycji w nieruchomości można traktować jako alternatywne miejsce alokacji kapitału, wymagające właściwego uwzględnienia konsekwencji tych transakcji w sprawozdaniu finansowym. W artykule zaakcentowano sposoby i skutki zastosowania różnych cen w wycenie nieruchomości i ich ujęciu w ewidencji księgowej.

Przedstawione artykuły nie wyczerpują szerokiej problematyki rynków finansowych. Podkreślają jedynie wybrane, ważne zagadnienia, które pozwolą poszerzyć wiedzę w tym obszarze zarówno studentom jak i praktykom gospodarczym.

Gabriela Łukasik, Józef Pfaff

GABRIELA ŁUKASIK

Podstawy strategii pozyskiwania kapitału własnego na rynku kapitałowym

Wprowadzenie

W strategii finansowania rozwoju przedsiębiorstw ważną rolę odgrywają decyzje, dotyczące sposobów rozszerzenia bazy kapitałowej poprzez emisję akcji. Mają one wpływ na zwiększenie wiarygodności i pozycji przedsiębiorstwa na rynku finansowym oraz bezpieczeństwa wierzycieli i właścicieli. Przedsiębiorstwo podejmując decyzję o wzroście kapitału własnego analizuje szanse i zagrożenia z tym związane, uwzględniając m.in.: koszt pozyskiwanego kapitału, zmiany struktury kapitału, wzrost wiarygodności na rynku, niezależność ekonomiczną, zmianę struktury własnościowej.

W artykule wyróżniono główne obszary decyzyjne, warunkujące wzrost kapitału własnego z oceną szans i zagrożeń dokonywanych wyborów, wykorzystując studia literatury, rozwiązania normatywne i dedukcyjny sposób wnioskowania.

1. Uwarunkowania decyzji o pozyskaniu kapitału własnego na rynku kapitałowym

Podjęcie decyzji o emisji akcji i rozszerzeniu bazy kapitałowej spółki wymaga uwzględnienia wielu przesłanek, decydujących o szansach pozyskania kapitału na rynku finansowym i występujących zagrożeniach. Istotnym motywy, decydującym o emisji akcji może być korzystny układ rynkowy oraz koniunktura na rynku kapitałowym. Wysokie notowania akcji dają szansę uzyskania wysokich kursów akcji, gwarantując popyt na te papiery wartościowe. Niższy koszt kapitału umożliwia w tym przypadku realizację przedsięwzięć o stosunkowo niższym progu minimalnej efektywności. Z drugiej strony należy ocenić realność utrzymywania w przyszłości pozytywnych tendencji

rynkowych oraz rzeczywiste potrzeby kapitałowe, wynikające z założeń podejmowanych przedsięwzięć rozwojowych. Powodzenie emisji wymaga więc przygotowania strategii, uwzględniającej wewnętrzne potrzeby przedsiębiorstw, programy rozwoju, sytuację rynkową oraz interesy dotychczasowych akcjonariuszy. Decyzja o pozyskaniu kapitału przez emisję akcji jest wyborem między interesem spółki, interesem i preferencjami akcjonariuszy, z uwzględnieniem parametrów i sytuacji rynkowej.

Decyzja o nowej emisji może być również realizowana w ramach kapitału docelowego i związanego z tym upoważnienia do podwyższenia kapitału własnego w przyszłości (w wysokości ograniczonej do poziomu 3/4 kapitału zakładowego)¹. W celu podwyższenia kapitału spółka emituje papiery wartościowe imienne lub na okaziciela (warranty subskrypcyjne), uprawniające do zapisu lub objęcia akcji (z wyłączeniem prawa poboru)². Stanowi to próbę sondażu rynku, zabezpieczenia powodzenia przyszłych emisji, a dla inwestora gwarancję utrzymania przyjętej ceny emisyjnej akcji. Spółka może również elastycznie reagować na korzystne zmiany cen na rynku i decydować o momencie przeprowadzenia emisji. Redukuje się tą drogą ryzyko niepowodzenia emisji poprzez zmianę terminów, warunków i metod emisji. Jest to szczególnie ważne w warunkach realizacji procesów rozwojowych, kiedy nie-rzadko trudno jednoznacznie ocenić potrzeby kapitałowe, co warunkuje elastyczne wykorzystanie dostępu do kapitału w dostosowaniu do etapów realizacji przedsięwzięć. Warranty subskrypcyjne mogą być przyznane odpłatnie lub nieodpłatnie w zależności od treści uchwały o ich emisji. Są papierami wartościowymi terminowymi, stanowiącymi nieodwołalne i bezwarunkowe zobowiązanie emitenta do wydania akcji.

Spróbujmy rozważyć te elementy, które determinują możliwość pozyskania kapitału na rynku tytułów własnościowych. Dotyczą one następujących obszarów decyzyjnych przedsiębiorstwa:

- wyboru struktury własnościowej podmiotu gospodarczego i formy subskrypcji akcji,
- wyboru właściwego momentu pozyskania kapitału i realizacji potrzeb kapitałowych, w powiązaniu ze sposobem wykorzystania kapitału,
- zabezpieczenia oczekiwanej przez inwestora stopy dochodu z uwzględnieniem motywacji inwestorów,
- spełnienia warunków organizacyjno-prawnych stawianych przez instytucje rynku kapitałowego³.

¹ Kodeks Spółek Handlowych, art. 453.

² Wyróżnia się dwa rodzaje warrantów subskrypcyjnych: uprawniające do zapisu na akcje nowej emisji w związku z podwyższeniem kapitału podstawowego w granicach kapitału docelowego oraz do objęcia akcji w ramach warunkowego podwyższenia kapitału podstawowego.

³ Podstawy prawne funkcjonowania rynku kapitałowego, z uwzględnieniem szczegółowych wymagań z tym związanych, w tym wymagań informacyjnych szerzej ujęto w pracy: *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, red. G. Łukasik, Akademia Ekonomiczna, Katowice 2007, s. 155–191.

Syntetyczne ujęcie uwarunkowań decyzji, związanych z rynkowym wzrostem kapitału własnego, z wyróżnieniem szans i zagrożeń przedstawia tab. 1.

Tabela 1. Uwarunkowania decyzji o wzroście kapitału własnego.

Szanse	Obszary decyzyjne	Zagrożenia
1	2	3
<ul style="list-style-type: none"> - Zabezpieczenie interesów dotychczasowych właścicieli - Wzrost rynkowego zainteresowania tytułami własnościowymi - Wzrost wiarygodności finansowej - Zabezpieczenie płynności rynku 	Wybór formy emisji akcji i przyszłej struktury własnościowej	<ul style="list-style-type: none"> - Nadmierne rozproszenie lub koncentracja ośrodków decyzyjnych - Rozwodnienie kapitału - Wzrost oczekiwanej stopy zwrotu przez aktualnych właścicieli i inwestorów
<ul style="list-style-type: none"> - Zapewnienie optymalnej ceny emisyjnej akcji - Optymalny koszt kapitału - Zabezpieczenie potrzeb kapitałowych 	Wybór momentu pozyskania kapitału	<ul style="list-style-type: none"> - Zmiana koniunktury rynku w stosunku do oczekiwań emitenta - Konieczność angażowania gwarantów i ponoszenia dodatkowych kosztów - Ryzyko spadku cen rynkowych - Ryzyko zmian struktury własnościowej nie akceptowanej przez przedsiębiorstwo
<ul style="list-style-type: none"> - Efektywne wykorzystanie pozyskanego kapitału - Realizacja kolejnych etapów podejmowanych przedsięwzięć rozwojowych - Zabezpieczenie dochodowości przedsiębiorstwa 	Powiązanie momentu pozyskania kapitału ze sposobem jego wykorzystania	<ul style="list-style-type: none"> - Spadek realnej wartości pozyskanego kapitału - Konieczność czasowej lokaty pozyskanego kapitału na rynku finansowym - Wzrost ryzyka właścicieli
<ul style="list-style-type: none"> - Zabezpieczenie wiarygodności finansowej - Wzrost pozycji na rynku - Internalizacja celów przedsiębiorstwa z indywidualnymi celami właścicieli 	Zabezpieczenie oczekiwanej przez inwestora stopy dochodu	<ul style="list-style-type: none"> - Wzrost kosztu kapitału - Sprzeczność interesów właścicieli i zarządu spółki - Ograniczenia dostępu do kapitału - Nieefektywne wykorzystanie pozyskanego kapitału
<ul style="list-style-type: none"> - Rynkowa weryfikacja zamierzeń rozwojowych - Wzrost wartości i optymalizacja kosztu kapitału - Zwiększenie szans pozyskania kapitału 		<ul style="list-style-type: none"> - Pogorszenie pozycji rynkowej

Tabela 1. cd.

1	2	3
<ul style="list-style-type: none"> – Możliwość wejścia na wybrane segmenty rynku – Ułatwienie pozyskania kapitału – Zwiększenie efektywności informacyjnej – Uzyskanie efektu marketingowego 	Spełnienie warunków organizacyjno-prawnych instytucji rynku kapitałowego	<ul style="list-style-type: none"> – Poniesienie kosztów transakcyjnych – Wymóg rozproszenia tytułów własnościowych nie odpowiadających oczekiwaniom – Konieczność ujawnienia informacji o strategiach rozwoju

Konsekwencją wprowadzenia na rynek kapitałowy udziałowych papierów wartościowych może być zawsze „rozwodnienie” kapitału (*ditution of equity*) w sytuacji, gdy zwiększeniu liczby akcji nie towarzyszy proporcjonalny wzrost zysków. Podwyższenie kapitału własnego może zwiększać również obciążenia fiskalne przyszłych przepływów pieniężnych, bo zmniejszenie dźwigni finansowej prowadzi do ograniczenia korzyści tarczy podatkowej. Nie bez znaczenia jest również wzrost kosztu kapitału, zmieniający progowe wymagania efektywnościowe podejmowanych przedsięwzięć rozwojowych.

2. Formy subskrypcji akcji i ich wpływ na strukturę własnościową przedsiębiorstwa

Wybór struktury własnościowej spółki jest uzależniony od doboru różnych grup inwestorów, realizujących własne cele i preferencje, stanowiących krąg oznaczonych lub nieoznaczonych (anonimowych) właścicieli i konieczności ochrony interesów dotychczasowych akcjonariuszy. Wiąże się z tym również stopień rozproszenia lub koncentracji ośrodków decyzyjnych w przedsiębiorstwie i możliwości kontroli ich działalności. Powstaje jednak pytanie, w jakim stopniu nowe emisje akcji mają na celu podmiotową zmianę kontroli nad istniejącymi aktywami, a w jakim pozyskanie kapitału dla zwiększenia aktywów przedsiębiorstwa? W pierwszym przypadku koszt kapitału pozyskanego i oczekiwana stopa zwrotu mogą odgrywać drugorzędną rolę. Inwestorzy będą nabywać akcje nawet z założeniem relatywnie wysokiej ceny w stosunku do wartości spółki, w drugim koszt kapitału wyznaczy kierunek alokacji pozyskanych środków. Jest to szczególnie ważne w realizowanych procesach rozwojowych, gdzie inwestorzy nabywający tytuły własnościowe oczekując przyszłych korzyści mogą akceptować nie tylko niższe stopy zwrotu, ale i ewentualne straty kapitałowe w pierwszych okresach realizacji procesów rozwojowych.

Stopień wpływu inwestora na emitenta jest ważnym czynnikiem określającym charakter powiązań pomiędzy tymi podmiotami. Inwestor posiadający niewielki pakiet akcji traktuje je jako formę lokaty, bez aktywnego zaangażowania w procesy zarządzania i bez wpływu na działania podejmowane przez emitenta. W sytuacji, gdy pakiet akcji nabyty przez inwestora daje mu możliwość wpływu na decyzje emitenta może on przejąć kontrolę nad sposobem wykorzystania aktywów jednostki zależnej, kierunkami polityki finansowej oraz zakresem i przyszłym finansowaniem rozwoju.

Wybór struktury własnościowej z ustaleniem stopnia koncentracji lub rozproszenia akcjonariuszy wiąże się z problemem optymalnej struktury własnościowej. Optymalna struktura własnościowa powstaje w punkcie równowagi, który zapewnia optymalny stopień rozproszenia własności i w którym koszty agencji są najniższe. Jest to również problem wyboru i powiązania optymalnej struktury własnościowej ze wzrostem wartości rynkowej, z uwzględnieniem:

- antynomii między niezbędnym poziomem koncentracji i rozproszenia własności,
- zabezpieczenia efektywnego nadzoru właścicielskiego i ładu korporacyjnego,
- ograniczenia kosztów agencji, związanych m.in. z różnym postrzeganiem i akceptacją ryzyka przez właścicieli i zarządzających,
- zabezpieczenia interesów właścicieli mniejszościowych.

Emisja nowych akcji może być realizowana według trzech głównych modeli:

- subskrypcji zamkniętej, przez skierowanie akcji wyłącznie do aktualnych akcjonariuszy poprzez realizację ich praw poboru,
- subskrypcji prywatnej, przez złożenie oferty oznaczonym adresatom, najczęściej inwestorom strategicznym,
- subskrypcji otwartej, poprzez pozyskanie kapitału na otwartym rynku finansowym.

Na różnych etapach rozwoju przedsiębiorstwa wyróżnione zostaną różne formy subskrypcji akcji w zależności od potrzeb kapitałowych oraz interesów aktualnych i potencjalnych inwestorów.

Problem wyboru struktury własnościowej wymaga zwrócenia uwagi na rolę prawa poboru akcji. Jest to ustawowe prawo akcjonariuszy gwarantujące im utrzymanie pozycji w spółce, czyli możliwości wpływu na główne decyzje strategiczne. Ochronna funkcja ustawowego prawa poboru akcji przeciwdziała zdominowaniu spółki przez akcjonariuszy większościowych. Chroni również akcjonariuszy przed obniżeniem wartości ich akcji, a także umożliwia:

- utrzymanie dotychczasowego wpływu aktualnych właścicieli na wybory w przedsiębiorstwie w zakresie strategii rozwoju,
- ochronę pozycji właścicieli, szczególnie mniejszościowych,
- stabilny udział właścicieli w podziale zysku.

Warunkiem uzyskania przez spółkę korzyści zapewniających możliwość dalszego rozwoju jest podwyższenie kapitału własnego i przyznanie nowych akcji podmiotowi, który w wyniku objęcia tych akcji uzyska status inwestora strategicznego, dysponującego pakietem kontrolnym spółki.

Rezygnacja z prawa poboru może mieć na celu:

- uzyskanie wymaganego rozproszenia tytułów własnościowych dla zabezpieczenia płynności rynku,
- umożliwienie pozyskania przez właścicieli większych pakietów akcji niż wynika z prawa pierwszeństwa (poboru),
- pozyskanie znacznych środków finansowych w możliwie najkrótszym czasie,
- pozyskanie nowych inwestorów dla wzmocnienia pozycji rynkowej oraz dodatkowych wartości niematerialnych niezbędnych do dalszego rozwoju,
- wyznaczenie ceny emisyjnej za pośrednictwem rynku (upublicznienie emisji), stabilizację struktury własnościowej (koncentracja własności), określenie podmiotów odpowiedzialnych za realizację wybranej strategii rozwoju.

Występowanie inwestora strategicznego pozwala na powodzenie stabilnej strategii finansowej, unifikację celów działania i pozyskanie *know-how*. Główne szanse i zagrożenia pozyskania inwestora strategicznego przedstawia tab. 2.

Tabela 2. Szanse i zagrożenia wykorzystania inwestora strategicznego.

Szanse	Zagrożenia
1	2
<ul style="list-style-type: none"> – Możliwość pozyskania znacznych środków na inwestycje w sytuacji ograniczonych możliwości rynkowego zabezpieczenia kapitału – Uzyskanie wiarygodnych inwestorów poprawiających pozycję konkurencyjną na rynku – Zabezpieczenie dostępu do specjalistycznego know-how – Możliwość bezpośredniego negocjowania korzystnej ceny emisyjnej – Zapewnienie stabilizacji struktury własnościowej – Możliwość ograniczenia dominacji założycieli spółki – Dostęp do nowych bardziej efektywnych metod zarządzania, aktywny udział właścicieli w zarządzaniu 	<ul style="list-style-type: none"> – Działania niezgodne z interesem aktualnych właścicieli, dominacja ich własnych celów – Wzrost kosztów agencji – Ograniczenie płynności rynku papierów wartościowych – Nadmierna koncentracja ośrodków decyzyjnych; uzyskanie kontroli nad spółką nowych właścicieli

Tabela 2. cd.

1	2
- Zabezpieczenie możliwości dalszego rozwoju; wyróżnienie podmiotów odpowiedzialnych za realizację określonej strategii rozwoju	

Odmianą sytuację stwarza subskrypcja otwarta, zmieniająca istotnie strukturę własnościową. W jej ramach można wyróżnić tzw. subskrypcję publiczną, realizowaną z wykorzystaniem przepisów prawa obrotu papierami wartościowymi⁴. Spółki wchodzące do obrotu publicznego uzyskując prestiż spółki giełdowej zwiększają swoją wiarygodność i rozpoznawalność na rynku, co rozszerza dostęp do kapitału w następnych okresach, a równocześnie zwiększa wiarygodność dla wierzycieli. Bariery mogą być procedury i koszty upublicznienia informacji i możliwe „rozwodnienie” właścicielskie i kontrolne.

3. Moment pozyskania kapitału i jego wpływ na szanse pozyskania kapitału własnego

Ważnym elementem decyzji kapitałowych przedsiębiorstwa jest zapewnienie możliwości pozyskania kapitału w wysokości oczekiwanej (wymaganej), z uwzględnieniem potrzeb spółki oraz gotowości rynku do zakupu akcji. O powodzeniu emisji akcji decyduje m.in. wybór właściwego momentu emisji akcji (*timing decisions*), zależnego nie tylko od zewnętrznych (rynkowych) czynników, ale i sytuacji finansowej przedsiębiorstwa i jego cech.

Wybór właściwego momentu rynku determinuje wysokość akceptowanej przez rynek ceny emisyjnej. O wyznaczeniu prawidłowej ceny emisyjnej decydują czynniki o charakterze statycznym i dynamicznym, oparte na analizie rynku finansowego, kojarzeniu elementów technicznych i fundamentalnych oraz rzeczywistych preferencji inwestorów. Niezbędne jest zatem uwzględnienie wielu elementów, które z różnym natężeniem mogą występować w momencie faktycznego wprowadzenia akcji na rynek i rynkowej weryfikacji wcześniejszych ustaleń. Zbliżenie ceny emisyjnej do ceny rynkowej, tj. ceny akceptowanej przez uczestników rynku wymaga porównania i oceny oczekiwanej przez inwestorów stopy zysku z przewidywaną dochodowością zakupu akcji i rynkową stopą procentową. Jest to obszar konfliktu interesów między emitentem i inwestorem, powodującego wzrost kosztów emisji i kierowanie zainteresowania inwestorów na inne papiery wartościowe. Wyzna-

⁴ Szanse i zagrożenia obrotu publicznego przedstawiono m.in. w pracy: E. Brigham, L.C. Gapenski, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000, s. 647–650.

czona przez inwestora maksymalna cena nabycia akcji na rynku pierwotnym, zapewniająca mu oczekiwaną stopę zwrotu nie musi odpowiadać minimalnej cenie zaakceptowanej przez emitenta. Akceptacja niższej ceny emisyjnej może wymusić zmianę kierunku alokacji pozyskanego kapitału w dziedzinie, zapewniając wyższą efektywność ekonomiczną. Jest to szczególnie ważne w realizacji procesów rozwojowych, kiedy ustalenia budżetu kapitałowego mogą ograniczać możliwości swobodnego kształtowania poziomu i kosztu pozyskiwanego kapitału.

Wielorakość czynników decydujących o ostatecznym poziomie ceny emisyjnej wymaga postawienia pytania o możliwości określenia ceny minimalnej, akceptowanej przez emitenta i potrzeby określenia ceny maksymalnej. Cena optymalna powinna zapewnić zbieżność interesów emitenta i inwestora w danym układzie stosunków rynkowych. Cena minimalna może być wyznaczona zgodnie z interesami dotychczasowych akcjonariuszy i potrzebami kapitałowymi przedsiębiorstwa, natomiast cena maksymalna według wysokości oczekiwanej stopy zwrotu potencjalnych inwestorów, relacjonujących spodziewane korzyści do wartości zainwestowanego kapitału oraz możliwości efektywnego wykorzystania pozyskanego kapitału przez przedsiębiorstwo. Ustalenie ceny na zbyt niskim poziomie (*underpricing*) może nie tylko ograniczyć wysokość pozyskanego kapitału, ale i pozbawić aktualnych akcjonariuszy części korzyści z przyjętej koncepcji rozwoju. Nie bez znaczenia jest bowiem wpływ ceny emisyjnej na koszt pozyskiwanego kapitału i związane z tym minimalne wymagania efektywnościowe realizowanych przedsięwzięć.

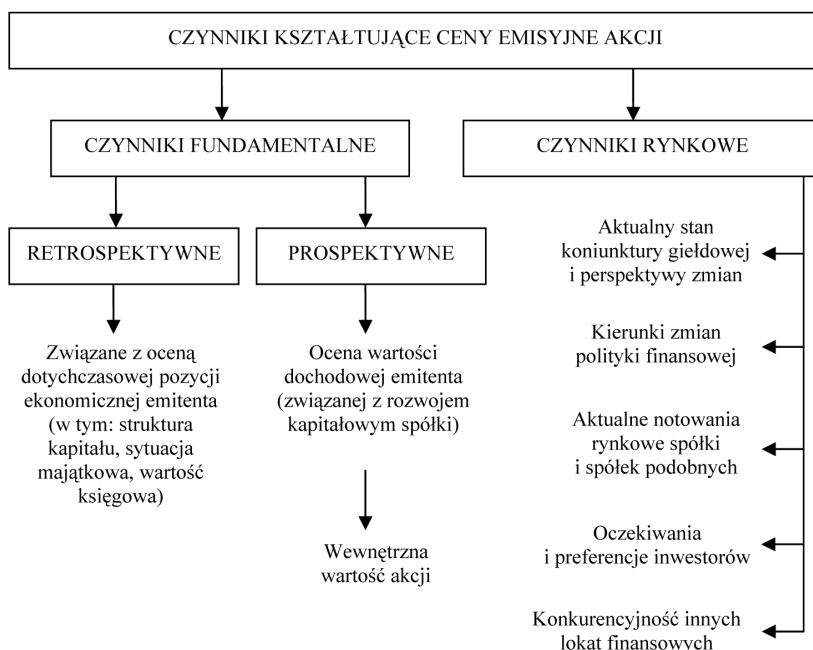
Zakres czynników kształtujących cenę emisyjną akcji przedstawia rys. 1.

Fundamentalne determinanty wyznaczenia ceny wymagają uznania, że inwestorzy będą się kierować w swoich wyborach oceną informacji ekonomicznych o efektywności działalności podmiotów gospodarczych i perspektywach jego rozwoju (tzw. *equity store*), co zapewni efektywną alokację kapitału, tj. kierowanie kapitału do najbardziej efektywnych sfer gospodarki. Wynika to z założenia, że do ustalenia prawidłowej oczekiwanej ceny akcji (wartości wewnętrznej akcji) niezbędne jest uwzględnienie bieżących i przyszłych korzyści, zweryfikowanych poziomem ryzyka odpowiadającego oczekiwanej stopie zwrotu.

Fundamentalne determinanty wyznaczania ceny emisyjnej można rozpatrywać w dwóch ujęciach:

- retrospektywnym, uwzględniającym dotychczasową pozycję ekonomiczną spółki,
- prospektywnym, uwzględniającym wpływ kapitałowego rozwoju spółki na jej wartość rynkową.

W pierwszym przypadku analizuje się aktualną sytuację spółki, jej kondycję finansową, ryzyko operacyjne i finansowe, zdolność płatniczą, bazując na podstawowych informacjach ujmowanych w sprawozdawczości finansowej. Czynniki fundamentalne w ujęciu retrospektywnym nawiązują więc do do-



Rys. 1. Zakres czynników decydujących o poziomie ceny emisyjnej akcji.

tychczasowej pozycji ekonomicznej przedsiębiorstwa i oceny podstawowych wielkości finansowych, syntetyzujących dokonane w przeszłości wybory i działania (np. wartość księgową, strukturę kapitału i majątku, przepływy pieniężne). Jest to równocześnie wstępna ocena zabezpieczenia ekonomicznych interesów właścicieli i stopnia podejmowanego ryzyka. Uzupełnieniem analiz może być ocena dotychczasowej polityki dywidendy, z wykorzystaniem miar wyrażających: poziom dywidendy na jedną akcję, stopę dywidendy, wskaźniki pokrycia dywidendy zyskiem netto. Reakcje inwestorów na informacje o stosowanej polityce dywidend mogą być różne, w zależności od struktury akcjonariuszy, w różnym stopniu preferujących bieżące korzyści (tzw. magnetyzm dywidendy) lub przyszłe zyski kapitałowe (tzw. magnetyzm zysków)⁵.

Faktyczna cena emisyjna jest kategorią rynkową, wymagającą rozpatrzenia w powiązaniu z sytuacją rynkową i pozycją na nim emitenta. Akcje są bowiem warte tyle, ile skłonni są zapłacić za nie inwestorzy. Odzwierciedlają oczekiwania i motywacje uczestników rynku odnośnie do wysokości dochodu i akceptowanego ryzyka. Emitent powinien więc uwzględnić te elemen-

⁵ Zob. J. Duraj, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1996, s. 202; G. Łukasik, *Polityka pozyskiwania kapitału...*, op. cit., s. 37.

ty, które zadecydują o sytuacji na rynku papierów wartościowych w momencie wprowadzenia akcji do obrotu.

Wybór właściwego momentu rynku determinuje wysokość akceptowanej przez rynek ceny emisyjnej. Wiąże się z koniecznością wykorzystania analizy rynku finansowego, kojarzeniem elementów technicznych i fundamentalnych oraz rzeczywistych oczekiwań i preferencji inwestorów. Jest to trudny problem, gdyż decyzje podejmowane są w warunkach niepewności, niezbędne jest uwzględnienie wielu elementów, które z różnym natężeniem mogą występować w momencie faktycznego wprowadzenia akcji na rynek i rynkowej weryfikacji wcześniejszych ustaleń.

Rozbieżności w wysokości oczekiwanej przez emitenta i faktycznie akceptowanej na rynku ceny mogą być konsekwencją:

- zmian preferencji inwestorów w stosunku do przewidywań emitenta,
- konkurencyjności innych możliwości lokowania kapitału na rynku,
- braku możliwości zapewnienia właściwych relacji cen akcji notowanych na rynku i nowo wprowadzanych,
- niedostatecznej podaży kapitału na segmencie rynku tytułów własnościowych, jako pochodnej cyklu koniunkturalnego na giełdzie, decydującej o popycie inwestorów na akcje,
- odmiennej oceny ryzyka inwestorów w stosunku do ustaleń emitenta,
- braku rynkowej akceptacji i pesymistycznych ocen inwestorów w zakresie proponowanej strategii rozwoju.

4. Oczekiwania i motywacje inwestorów a szanse pozyskania kapitału własnego

Określenie szans i możliwości pozyskania kapitału na rynku finansowym wymaga uwzględnienia motywacji i strategii działania inwestorów, kojarzenia interesów podmiotów pozyskujących i lokujących kapitał.

Każdy z inwestorów dokonuje wyboru, biorąc pod uwagę subiektywne oceny, dlatego możliwe jest określenie jedynie pewnych ogólnych tendencji, wysuwanych z określonym prawdopodobieństwem. Oceny te w różnym stopniu mogą być również zdeterminowane emocjami, sentymentem czy manipulacjami ze strony innych inwestorów. Jest to więc konfrontacja oczekiwań z prawdopodobieństwem ich realizacji. Według T. Plummera, istnieje dwukierunkowe oddziaływanie na decyzje inwestorów – z jednej strony jest to presja zachowania zbiorowego, z drugiej indywidualne podejście inwestora. W jego ocenie zachowania rynków finansowych są przykładem zjawiska zachowań zbiorowych, gdzie decyzje indywidualne inwestora nie są przewidywalne⁶. W tych warunkach istot-

⁶ Zob. T. Plummer, *Psychologia rynków finansowych. U źródeł analizy technicznej*, WIG Press, Warszawa 1995.

ne są przesłanki decyzji inwestorów, uznających papiery wartościowe za atrakcyjną lokatę kapitałową i związane z tym przewidywanie i ocena szans pozyskania kapitału w oczekiwanej wysokości, z uwzględnieniem również kosztu kapitału.

Uczestnicy rynku mogą różnie postrzegać konkretne sytuacje rynkowe, występujące na nich szanse i zagrożenia. Może to prowadzić do konfliktu interesów między kapitałodawcami i kapitałobiorcami, z dominacją jednej ze stron lub utrzymaniem wysokiego poziomu konkurencji i równych szans każdej strony. Prawidłowy mechanizm rynkowych powiązań pieniężnych powinien gwarantować pełną zbieżność celów i interesów kapitałobiorcy i kapitałodawcy, zapewniając równocześnie elastyczny przepływ kapitału, przy założeniu aktywnej roli wszystkich parametrów rynku.

Ważny jest również problem zachowań inwestora w świetle współczesnych teorii rynków kapitałowych, podważających klasyczne dogmaty o pełnej racjonalności inwestorów, stałości preferencji i powszechnej awersji do ryzyka. Wiąże się to z nowym kierunkiem wyróżnionych już finansów behawioralnych, oceniających zjawiska na rynku kapitałowym z wykorzystaniem czynników psychologicznych. Wskazują one na indywidualne zróżnicowanie skłonności do ryzyka, konserwatyzm poznawczy i niejednoznaczną reakcję na nowe informacje. Nie bez znaczenia są stany emocjonalne inwestorów, którzy mogą zmieniać swoje preferencje. Ograniczenia behawioralne utrudniają racjonalną ocenę prawdopodobieństwa określonych zdarzeń ekonomicznych, co ogranicza szacowanie oczekiwanych stóp zwrotu z inwestycji oraz przewidywania rzeczywistego stopnia zabezpieczenia potrzeb kapitałowych.

Finanse behawioralne podważają również klasyczną teorię użyteczności i zasadę racjonalnych oczekiwań, związaną ze stałością preferencji i wymaganiem zawsze odpowiedniej premii za ryzyko związane z inwestowaniem w papiery wartościowe⁷. Stąd na rynku mogą się pojawiać inwestorzy o różnej skłonności do ryzyka, a nawet wykorzystujący neutralność wobec ryzyka, co ogranicza wskazanie na jedną oczekiwaną funkcję użyteczności. Ma to istotne znaczenie w procesie finansowania rozwoju, kiedy trudno ocenić, jaka część inwestorów będzie skłonna udostępnić kapitał na realizację ryzykownych przedsięwzięć. Równocześnie ogranicza to możliwość i zakres wykorzystania czynników fundamentalnych w ocenach. Podważenie hipotezy o efektywności rynku kapitałowego decyduje o tym, że notowania rynkowe papierów wartościowych nie zawsze odpowiadają ich rzeczywistej wartości, nie zawsze wystąpi więc relacja między oczekiwaną stopą zwrotu a poziomem ryzyka, traktowana jako naczelné kryterium decyzji inwestycyjnych.

⁷ Szerzej: A. Szyszka, *Zachowania inwestorów a teoria rynku kapitałowego*, „*Ekonomista*” 2004, nr 4.

Zbieżność oczekiwań i ocen inwestora oraz emitenta gwarantuje wybór najkorzystniejszej lokaty finansowej oraz pozyskanie kapitału w wysokości i na warunkach najlepszych w danej sytuacji rynkowej.

Zakończenie

W strategii finansowania rozwoju istotną rolę odgrywają wybory związane z rynkowym pozyskaniem kapitału własnego. Wymagają one jednak oceny i spełnienia warunków zapewniających skuteczne pozyskanie kapitału w oczekiwanej wysokości, zabezpieczenie wymaganej struktury własnościowej oraz zróżnicowanych motywacji inwestorów. Ważnym elementem pozyskania kapitału własnego, szczególnie przy założeniu emisji otwartej, jest wybór optymalnej ceny emisyjnej. Ustalenie ceny na zbyt niskim poziomie (*underpricing*) może nie tylko ograniczyć wysokość pozyskanego kapitału, ale i pozbawić aktualnych akcjonariuszy części korzyści z przyjętej koncepcji rozwoju. Inwestorzy w różnym stopniu akceptując cenę emisyjną będą się kierować czynnikami fundamentalnymi i rynkowymi. Fundamentalne determinanty wyznaczenia ceny decydują o tym, że inwestorzy będą się kierować w swoich wyborach oceną informacji ekonomicznych o efektywności działalności podmiotów gospodarczych i perspektywach rozwoju. Brak wyczucia „momentu” rynku na wprowadzenie akcji może spowodować, że rynek nie zaakceptuje oczekiwanej ceny, ograniczając możliwość finansowania projektów inwestycyjnych lub wymuszając zmianę strategii finansowania rozwoju.

W sytuacji wykorzystania publicznej emisji akcji istotnym elementem strategii finansowania rozwoju jest uwzględnienie relacji inwestorskich i nadzoru korporacyjnego. Są to nowe zagadnienia wynikające głównie z oddzielenia zarządu od właścicieli oraz asymetrii informacji ograniczającej efektywność rynku i możliwości skutecznej emisji akcji.

Nabierają one szczególnego znaczenia w warunkach dokonujących się zmian strukturalnych i zwiększonego ryzyka podejmowanych transakcji. Prawidłowe relacje inwestorskie zabezpieczają podejmowanie decyzji rozwojowych i ich finansowanie, zgodnie z logiką gospodarki rynkowej i efektywnym mechanizmem alokacji kapitału. Szczególną rolę odgrywa tutaj polityka informacyjna przedsiębiorstwa, gwarantująca właściwą, aktywną komunikację pomiędzy podmiotami rynku, pozyskanie nowych kapitałodawców, realizację celów zgodnie z przyjętą strategią rozwoju i przekonanie inwestorów o atrakcyjności inwestycyjnej przedsiębiorstwa. Nowoczesne systemy informacyjne rozszerzają zakres informacji o nowe elementy związane z oceną wartości i czynników ją kształtujących (*Value Reporting*) oraz zakres ryzyka i konsekwencji z tym związanych (*Value at Risk*). Informacje te powinny identyfikować obszary ryzyka i zasady ich pomiaru zarówno w ujęciu retrospektywnym, jak i prospektywnym (jako konsekwencja realizowanych procesów rozwojowych).

STRESZCZENIE

Decyzje zwiększania kapitału własnego, poprzez transakcje na rynku finansowym wymagają uwzględniania wielu czynników, w tym oceny szans i zagrożeń z nimi związanych. Decyzje te korelują z oceną, nierzadko konfliktowych interesów przedsiębiorstwa jako podmiotu gospodarczego i akcjonariuszy oraz sytuacją na rynku finansowym. Artykuł prezentuje zakres decyzji, determinujących pozyskanie kapitału własnego oraz szans i zagrożeń, które są z nimi związane.

The Basis of the Corporate Strategy of Acquiring Equity Capital on the Capital Market

SUMMARY

The decision to raise the company's capital base through the transactions on the financial market requires considering many factors which determine the opportunities and threats of acquiring equity capital.

The decision to obtain capital by the issue of shares is connected with the trade-off between the company's interest and the shareholders' interest and preferences with the consideration of the market parameters and market situation.

This paper presents the main decision areas determining the equity capital increase regarding the opportunities and threats connected with taken decisions.

LITERATURA

1. Brigham E., Gapenski L.C., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000.
2. Duraj J., *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1996.
3. Plummer T., *Psychologia rynków finansowych. U źródeł analizy technicznej*, WIG Press, Warszawa 1995.
4. *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, red. G. Łukasik, Akademia Ekonomiczna, Katowice 2007.
5. Szyszka A., *Zachowania inwestorów a teoria rynku kapitałowego*, „*Ekonomista*” 2004, nr 4.

MAGDALENA BALIŚ

Bariery i ograniczenia w dostępie do rynku kredytowego w sektorze mikro i małych przedsiębiorstw

Wprowadzenie

Rok 2008 był dla polskiego rynku kredytowego rokiem ogromnych zmian. Z jednej strony polski sektor bankowy zaczął odczuwać skutki światowego kryzysu finansowego, związanego z kredytowaniem rynku nieruchomości kredytami subprime, z drugiej strony ujawniło się zjawisko lokalne jakim był kryzys na rynku opcji. Oba te czynniki, podobnie jak implementacja w polskim systemie bankowym zaleceń porozumienia z Bazylei oraz zjawisko silnych powiązań kapitałowych pomiędzy krajowym i międzynarodowym sektorem bankowym, doprowadziły do znacznego ograniczenia podaży na rynku kredytowym i ograniczenia zaufania przedsiębiorstw do instytucji bankowych. Stało to w szczególności w kontraście z relacjami panującymi na tym rynku do roku 2007, czyli znaczącej konkurencji między bankami i ich bardzo agresywnej walki o klienta.

Niniejszy artykuł ma na celu ocenę zmian na rynku kredytowym dla mikro i małych przedsiębiorstw z uwzględnieniem nowych rozwiązań systemowych, decydujących o ograniczeniu dostępu do kredytu dla tej szczególnej grupy podmiotów. Podczas procesu oceny uwzględniono dane empiryczne, pochodzące z badań ankietowych wśród właścicieli mikro i małych przedsiębiorstw, jako przedstawicieli bankowej sfery pogranicza klienta instytucjonalnego i detalicznego (produkt banku oferowany jest w taki sposób jak dla klienta instytucjonalnego, analiza ryzyka prowadzona jest w dużym stopniu tak jak dla klienta detalicznego).

Jednocześnie rynek kredytowy dla mikro i małych przedsiębiorstw został zaprezentowany także z perspektywy ocen dokonywanych przez banki kre-

dytujące. W analizie uwzględniono również wpływ na tenże rynek rekomendacji Nowej Umowy Kapitałowej Komitetu Bazylejskiego.

1. Zmiany na rynku kredytowym dla mikro i małych przedsiębiorstw jako wynik wprowadzania nowej umowy kapitałowej – ujęcie teoretyczne

Istotnym elementem decyzji kredytowej jest ocena jej ryzyka. W ogłoszonej w czerwcu 2004 r. i wdrożonej w latach następnych w polskim systemie bankowym Nowej Umowie Kapitałowej zakłada się bardziej precyzyjny niż w latach poprzednich pomiar ryzyka kredytowego, którego celem jest poprawa dostępność do kapitału pożyczkowego i redukcja kosztów kredytu dla przedsiębiorstw o silniejszym standingu, natomiast pogorszenie pozycji konkurencyjnej na rynku pozyskiwania kapitału dla przedsiębiorstw o gorszym standingu. Ma to zapobiec możliwemu do wystąpienia zjawisku subsydiowania przez banki słabych finansowo firm i w rezultacie poprawić efektywność mechanizmu alokacji kapitału w gospodarce. Dodatkową szansą jest obniżenie standardowej wagi ryzyka ze 100% do 75% dla części ekspozycji wobec MSP (mieszczących się w definicji ekspozycji detalicznych). Korzyści społeczne można w przypadku NUK zdefiniować jako zwiększenie bezpieczeństwa sektora bankowego dzięki lepszemu pomiarowi ryzyka, bardziej dokładnej analizie profilu ryzyka i adekwatności kapitałowej banku oraz wykorzystaniu mechanizmów dyscypliny rynkowej.¹

Aby zapewnić bardziej precyzyjny pomiar ryzyka kredytowego ważna jest potrzeba:

- wyboru zobiektywizowanych elementów, charakteryzujących dotychczasową i perspektywiczną sytuację ekonomiczno-finansową kredytobiorcy,
- szacowania prawdopodobieństwa niewykonania zobowiązań kredytowych wobec banku,
- wykorzystania wewnętrznych oraz standardowych modeli oceny ekspozycji banku na ryzyko kredytowe,
- wykorzystaniu ocen ratingowych według procedur wewnętrznych i zewnętrznych (standardowych), z różną relacją czynników ilościowych i jakościowych wyznaczonych przez Nową Umowę Kapitałową.²

¹ M. Iwanicz-Drozdowska, B. Lepczyński, *Stanowisko Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową w zakresie wpływu Nowej Umowy Kapitałowej na gospodarkę polską i polski sektor bankowy*, [w:] *Nowa Umowa Kapitałowa Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego – Konsekwencje dla Gospodarki i Sektora Bankowego w Polsce*, pod red. R. Wierzby, M. Iwanicz-Drozdowskiej i B. Lepczyńskiego, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2004, s. 11–13.

² M.S. Wiatr, *Zarządzanie indywidualnym ryzykiem kredytowym. Elementy systemu*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa, 2008, s. 108–121.

Niezależnie od złożonych problemów oceny ryzyka ważne są też działania związane z minimalizacją jego konsekwencji, co w różny sposób może ograniczać dostęp do pieniądza kredytowego. Jest to nie tylko problem ograniczeń systemowych wynikających z Nowej Umowy Kapitałowej, ale i wykorzystania możliwości:

- dostosowania cen kredytu do warunków rynkowych,
- racjonalizacji akcji kredytowej,
- wyboru własnych metod i sposobów zabezpieczania kredytu,
- dywersyfikacji portfela kredytowego³.

Uwzględniając powyższe postulaty, przeprowadzenie oceny zdolności kredytowej przedsiębiorstwa w świetle rekomendacji Nowej Umowy Kapitałowej wymaga dużej ilości danych i informacji, większej niż w stosowanych w przeszłości systemach oceny zdolności kredytowej. Ważny jest przy tym zarówno rodzaj dokumentów, które udostępniane są bankowi, jak i ich jakość. Banki potrzebują aktualnych informacji, zbliżonych do danych uzyskiwanych ze sprawozdawczości finansowej. Pracownik banku przyjmuje dokumenty od przedsiębiorstwa i przekazuje je analitykowi dokonującemu ich oceny. Skutkiem takiej organizacji pracy jest wykluczenie możliwości oddziaływania potencjalnego kredytobiorcy na wynik oceny jego wniosku kredytowego. Konieczna jest więc obszerna i dokładana dokumentacja wszystkich ważnych z punktu widzenia podejmowania decyzji kredytowej okoliczności.

Pracownik banku dokonujący analizy przedsiębiorstwa jako punkt wyjścia przyjmuje najmniej korzystne założenia. Ponieważ nie ma on żadnego kontaktu z klientem w interesie przedsiębiorstwa jest więc poprzez odpowiednie dokumenty wyraźne przedstawienie stanu faktycznego, tak aby analityk opracowujący wniosek kredytowy miał jasny i prawidłowy obraz przedsiębiorstwa.

Małe przedsiębiorstwa z różnych powodów niechętnie udzielają informacji o swojej działalności; często ze względu na formę prawną działalności – nie dysponują odpowiednimi dokumentami. Tymczasem jako istotne dokumenty finansowe w komunikacji przedsiębiorstwa z bankiem uznawane są bilans, rachunek zysków i strat, rachunek przepływów pieniężnych, biznesplan – przy czym – dokumenty takie powinny być sporządzane dla kilku poprzednich lat. Bardzo ważne jest również przedstawienie prognoz wyników na najbliższe lata.⁴

Należy się spodziewać, że z perspektywy mikro i małych przedsiębiorstw takie zmiany wprowadzane w systemie oceny ich zdolności kredytowej przy-

³ G. Łukasik, *Strategie finansowania rozwoju współczesnych przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2010, s. 152.

⁴ A. Bielawska, *Wpływy Nowej Umowy Kapitałowej na zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, [w:] *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, pod red. A. Bielawskiej, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 48–49.

mowane są bardzo niechętnie i traktowane jako utrudnienia w dostępie do produktów kredytowych, a także wpływają na utratę zaufania do banków jako partnerów biznesowych. Przepuszczenia te potwierdzone zostały empirycznie w badaniach na grupie mikro i małych przedsiębiorstw, które opisane zostały w dalszej części artykułu.

2. Metodologia badań empirycznych

W zakresie metodologicznym artykuł opiera się na ocenie dostępności do kredytu bankowego w grupie mikro i małych przedsiębiorstw, przeprowadzonej po stronie bankowej na podstawie analiz raportów NBP „Sytuacja na rynku kredytowym” za lata 2006–2011⁵. Po stronie mikro i małych przedsiębiorstw analiza przeprowadzona została na podstawie badaniach ankietowych przeprowadzonych wśród 20 klientów banku PKO BP S.A., którzy posiadają kredyty inwestycyjne lub obrotowe związane z działalnością gospodarczą w banku PKO BP S.A. oraz innych bankach⁶ i którzy jednocześnie zgodzili się na przeprowadzenie wywiadów pogłębionych. Przeprowadzono także analizę procedury bankowej w zakresie udzielania kredytu inwestycyjnego i obrotowego dla mikro i małych przedsiębiorstw w banku PKO BP S.A. przed rokiem 2008 i w latach kolejnych.

Wyniki ujęte w raportach „Sytuacja na rynku kredytowym” w części uwzględnionej w niniejszym artykule prezentuje tabela nr 1. W tabeli tej wyniki badań zaprezentowane są za pomocą specyficznej kategorii jaką jest procent netto⁷. Dodatni wynik tej kategorii pokazuje, że w ocenie banków, które są ankietowane w tym badaniu, ich nastawienie do danego kryterium badawczego oceniane jest jako złagodzenie polityki, wynik ujemny pokazuje zaostrzenie polityki kredytowej. Termin netto oznacza, że w przypadku gdy część banków uznaje swoje politykę za złagodzoną, a część za zaostrzoną, wynik prezentowany jest po zbilansowaniu. Im wyższy odsetek procentowy tym skala zaostrzenia bądź złagodzenia polityki jest silniejsza. Wnioski z badań znajdują się w dalszej części artykułu.

Wyniki badań ankietowych na przedsiębiorcach ujęto w tabeli nr 2. Z punktu widzenia prowadzenia analizy, obok badań ankietowych, istotna była zgoda przedsiębiorców na udział w wywiadach pogłębionych, podczas których można było za pomocą pytań otwartych uzyskać szczegółowe informacje na temat barier i ograniczeń w dostępie do kredytu z jakimi zetknęli się w pro-

⁵ Raporty Sytuacja na rynku kredytowym, lata 2006–2011, dostępne na stronie <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/kredytowy2009.html>, (link data 26.02.2012).

⁶ Badani klienci korzystali także z usług bankowych PEKAO S.A., BPH S.A., lokalnych banków spółdzielczych.

⁷ Kategoria ta jest kategorią badawczą przyjętą w raporcie i autorka artykułu przyjmuje ją wraz z interpretacją za autorami raportów NBP.

wadzonej działalności. Wyniki wywiadów oraz wnioski z ankiety zestawione z wnioskami z analizy procedury bankowej znajdują się w dalszej części artykułu.

3. Sytuacja na rynku kredytowym dla mikro i małych przedsiębiorstw w perspektywie banków (ocena wyników badań)

W ocenie banków, jaka uwidoczniła została w raportach o stanie rynku kredytowego autorstwa NBP (tabela nr 1), do końca 2007 na rynku kredytowym panował optymizm. Złagodzeniu ulegały procedury bankowe w zakresie większości badanych parametrów tj. zarówno kryteriów udzielania kredytów (czy klient otrzyma kredyt), jak i warunków ich udzielania (tj. marży, pozaodsetkowych kosztów kredytów, maksymalnej kwoty kredytów, wymaganych zabezpieczeń i maksymalnego okresu kredytowania). Zaostrzano kryteria tylko w odniesieniu do kredytów wysokiego ryzyka. Zmiany te spowodowane były głównie rosnącą presją konkurencyjną na rynku bankowym, rosnącym popytem na kredyt ze strony przedsiębiorstw oraz malejącym ryzykiem związanym z przewidywaną dobrą koniunkturą gospodarczą w kraju.

Pierwszym kwartałem, w którym zaostrzanie parametrów zaczyna być widoczne jest IV kwartał roku 2007, kiedy same kryteria udzielania kredytów nie ulegają jeszcze zaostrzeniu (uzyskanie kredytu nie jest trudniejsze niż dawniej), ale dochodzi do pogorszenia warunków finansowych ich udzielania (kredyt jest droższy, choć nie ulega skróceniu czas na jaki jest udzielany i nie zmniejszana jest kwota maksymalna). Zmiany te podyktowane są fluktuacjami w bieżącej lub oczekiwanej sytuacji kapitałowej banku, decyzjami NBP w zakresie polityki pieniężnej oraz prognozowanym wzrostem ryzyka związanego z koniunkturą gospodarczą.

Począwszy od I kwartału 2008 roku aż do III kwartału 2009 rozpoczyna się okres stałego zaostrzania polityki bankowej w zakresie wszelkich możliwych parametrów udzielania kredytu (kredyt jest trudniej dostać i jest on droższy, o niższej kwocie maksymalnej i na krótszy okres czasu, obłożony wyższymi zabezpieczeniami). Warunki ulegają pogorszeniu z kwartału na kwartał przez kolejnych 7 kwartałów i są to zmiany powszechne (pogorszenie parametrów w tym zakresie deklaruje w szczytowym okresie IV kwartału 2008 roku blisko 90% banków). Banki tłumaczą to przede wszystkim pogarszającą się ich własną sytuacją kapitałową oraz ciągle pogarszającymi się prognozami ryzyka związanego z koniunkturą gospodarczą oraz spodziewanymi decyzjami NBP w zakresie polityki pieniężnej.

W czwartym kwartale 2009 i pierwszym kwartale 2010 ulega złagodzeniu polityka banków w zakresie przyznawania kredytów (kredyt łatwiej jest do-

Tabela nr 1. Ocena zmian w polityce kredytowej dla sektora MSP w latach 2006–2011 z perspektywy banków kredytujących.

Rok	2006				2007				2008				2009				2010				2011				
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	
Sektor przedsiębiorstw:																									
<i>Pyt. 1: Kryteria kredytów (S)</i>																									
Male i średnie przedsiębiorstwa kredyty krótkoterminowe	22%	4%	19%	9%	-5%	21%	44%	11%	-1%	0%	-8%	-90%	-55%	-65%	-12%	12%	20%	-5%	-26%	2%	2%	2%	2%	2%	
Male i średnie przedsiębiorstwa kredyty długoterminowe	6%	3%	27%	2%	-5%	20%	31%	7%	-6%	0%	-16%	-89%	-58%	-70%	-26%	7%	-2%	-13%	-16%	-2%	33%	4%	17%	-37%	
<i>Pyt. 2: Warunki kredytu / linii kredytowej (S)</i>																									
Marża kredytowa	6%	6%	6%	21%	22%	19%	-9%	-2%	-36%	-19%	-36%	-88%	-84%	-53%	-10%	21%	-7%	39%	45%	36%	19%	45%	3%	-36%	
Marża kredytowa dla kredytów większego ryzyka	-3%	-1%	-8%	0%	-2%	-6%	-13%	-11%	-11%	-14%	-33%	-87%	-84%	-58%	-46%	-16%	-11%	-25%	-5%	19%	-5%	2%	2%	-24%	
Pozadobrotkowe koszty kredytu	-16%	6%	0%	18%	5%	5%	5%	-5%	-6%	-8%	-19%	-45%	-52%	-55%	-23%	-9%	-5%	1%	2%	1%	0%	6%	3%	4%	
Maksymalna kwota kredytu / linii kredytowej	19%	1%	-4%	6%	4%	4%	21%	8%	10%	14%	-15%	-37%	-37%	-6%	-4%	12%	8%	17%	1%	2%	18%	3%	0%	-9%	
Wymagane zabezpieczenia	8%	15%	-1%	26%	9%	8%	30%	-5%	15%	15%	-22%	-62%	-57%	-82%	-7%	-11%	7%	-7%	3%	24%	0%	-1%	2%	-1%	
Maksymalny okres kredytowania	14%	4%	19%	6%	4%	10%	21%	1%	-2%	-12%	-12%	-27%	-24%	-34%	-6%	-2%	-2%	10%	4%	5%	4%	3%	0%	-9%	
<i>Pyt. 3: Przewidywane zmiany polityki kredytowej (S)</i>																									
Biżąca lub oczekiwana sytuacja kapitałowa banku	4%	0%	18%	0%	4%	5%	0%	-16%	-38%	-19%	-49%	-73%	-90%	-44%	5%	13%	29%	19%	24%	7%	7%	41%	6%	-36%	
Decyzje NBP w zakresie polityki pieniężnej	4%	0%	0%	0%	0%	0%	-19%	-13%	-10%	0%	0%	-21%	-24%	-8%	-2%	-2%	-4%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	-1%	
Ryzyko związane z przewidywaną sytuacją gosp.	14%	0%	34%	36%	32%	13%	47%	-13%	-30%	-21%	-83%	-99%	-97%	-68%	-47%	7%	37%	40%	2%	65%	22%	7%	-36%	-62%	
Ryzyko branży	-27%	-8%	-16%	-17%	-1%	0%	0%	-13%	-11%	-19%	-52%	-75%	-49%	-42%	-15%	-18%	-17%	9%	-1%	0%	-5%	-5%	-3%	-3%	
Zm. udziału kred. zagroz. w portfelu kred.	0%	0%	-16%	0%	8%	11%	12%	0%	1%	0%	-14%	-44%	-63%	-41%	-22%	-18%	-19%	-27%	-11%	-4%	24%	1%	-6%	-10%	
Zmiany presji konkurencyjnej	23%	32%	32%	27%	26%	22%	21%	23%	12%	20%	1%	-9%	-2%	-2%	3%	11%	16%	49%	20%	38%	25%	31%	15%	6%	
Zmiana popytu na kredyty dla przedsiębiorstw	14%	8%	50%	16%	13%	41%	36%	18%	-2%	8%	0%	-2%	-23%	-6%	1%	-4%	10%	4%	10%	13%	21%	22%	-6%	13%	
<i>Pyt. 4: Popyt na kredyty (S)</i>																									
Male i średnie przedsiębiorstwa kredyty krótkoterminowe	67%	60%	0%	36%	26%	38%	25%	22%	20%	42%	-2%	15%	-29%	27%	17%	27%	12%	48%	9%	36%	52%	19%	-2%	0%	
Male i średnie przedsiębiorstwa kredyty długoterminowe	57%	67%	6%	37%	45%	52%	38%	14%	20%	30%	11%	-28%	-52%	2%	-19%	4%	20%	29%	-8%	17%	37%	48%	-24%	2%	
<i>Pyt. 5: Przewidywane zmiany popytu na kredyty (S)</i>																									
Zmiany zapotrzeb. na finans. środków trwałych	97%	85%	87%	88%	82%	88%	74%	83%	83%	62%	19%	-52%	-63%	-39%	-24%	29%	41%	-23%	18%	26%	89%	44%	34%		
Zmiany zapotrzeb. na finans. zapasów i kapitału obrotowego	90%	78%	48%	75%	64%	58%	11%	19%	66%	66%	20%	21%	-25%	50%	4%	42%	-13%	92%	-34%	73%	77%	31%	-36%	8%	
Zmiany zapotrzeb. na finans. związane z restrukturyz. długu	14%	25%	9%	0%	0%	0%	0%	2%	0%	-6%	-8%	30%	62%	40%	71%	49%	51%	37%	19%	0%	1%	49%	0%	2%	
Wykorzystanie alternatywnych źródeł finansowania	-10%	-6%	-26%	-7%	-6%	-4%	-24%	-22%	-4%	-8%	-6%	-2%	-4%	13%	-13%	-6%	-12%	-5%	-7%	0%	8%	3%	-18%	0%	
Zmiana warunków udzielania kredytów dla przedsiębiorstw	41%	37%	24%	16%	3%	15%	32%	28%	19%	0%	0%	-26%	-47%	-24%	-28%	11%	12%	17%	-5%	42%	62%	0%	-48%	-12%	
Zmiana kryteriów udzielania kredytów dla przedsiębiorstw	19%	0%	9%	25%	0%	18%	32%	9%	2%	0%	8%	-28%	-55%	-36%	-15%	11%	5%	0%	0%	-5%	24%	9%	-2%	0%	

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów *Sytuacja na rynku kredytowym, lata 2006–2011*, dostępnych na stronie <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/kredyty2009.html>, (link data 26.02.2012).

stać niż w poprzednim kwartale, ale nadal o wiele trudniej niż w roku 2007), a jednocześnie dalszemu zaostreniu ulegają procedury w zakresie zabezpieczeń, prowizji za udzielenie kredytów i okresu kredytowania. Natomiast kolejne dwa kwartały roku 2010 znów przynoszą utrudnienia w dostępności kredytu, choć nie powodują już pogorszenia warunków ich udzielania.

IV kwartał 2010 roku i pierwsze dwa kwartały roku 2011 przynoszą złagodzenie w zakresie wszystkich parametrów, ale narastające obawy związane zapewne z kryzysem w strefie Euro i możliwym pogorszeniem kondycji kapitałowej banków powodują, że w III i IV kwartale 2011 zarówno dostępność jak i warunki kredytowania znów się pogarszają.

Z powyższej analizy danych liczbowych płyną dla mikro i małych przedsiębiorców trzy zasadnicze wnioski:

- w roku 2008 i 2009 doszło do gwałtownego zaostrenia polityki kredytowej banków w stosunku do mikro i małych przedsiębiorstw. Zaostrenie dotyczyło zarówno samej dostępności do kredytu, jak i znacznego pogorszenia wszystkich warunków jego udzielania (długości kredytowania, wysokości marży, wysokości pozaodsetkowych kosztów kredytu, wymaganego poziomu zabezpieczeń, maksymalnej kwoty kredytu). Zjawisko to spowodowane było światowym kryzysem finansowym i obawami banków o własną sytuację kapitałową oraz wprowadzeniem do systemu bankowego rekomendacji Nowej Umowy Kapitałowej, które to rekomendacje w sytuacji globalnego kryzysu finansowego wdrażane były przez banki chętnie i gorliwie,
- system bankowy nawet jeżeli stara się obecnie łagodzić powstałe w roku 2008 i 2009 zaostrenia polityki kredytowej to nie jest w stanie zrobić tego efektywnie, gdyż po dwóch, trzech kwartałach międzynarodowa koniunktura makroekonomiczna pogarsza się na tyle, że znów następuje konieczność zaostrenia polityki dostępności i warunków kredytowania,
- dla przedsiębiorców, którzy działania inwestycyjne planują w perspektywie dłużej niż dwa, trzy kwartały najbardziej uciążliwe są ciągłe wahania koniunktury kredytowej jakie występują na rynku bankowym i związana z tym trudność decyzji o zaciągnięciu kredytu.

4. Analiza i ocena dostępności kredytu bankowego z perspektywy mikro i małych przedsiębiorstw (ocena wyników badań)

Wyniki badań empirycznych przeprowadzonych na grupie 20 mikro i małych przedsiębiorców przedstawia tabela nr 2.

Tabela nr 2. Wyniki ankiety nt. współpracy z bankami przeprowadzonej wśród przedsiębiorców.

Pytania ankietowe	Przed rokiem 2008	Od roku 2008
Jak oceniają Państwo dostępność do kredytu obrotowego?	B. dobra – 10% Dobra – 80% Średnia – 10% Zła – 0%	B. dobra – 0% Dobra – 10% Średnia – 20% Zła – 70%
Jak oceniają Państwo dostępność do kredytu inwestycyjnego?	B. dobra – 0% Dobra – 20% Średnia – 80% Zła – 0%	B. dobra – 0% Dobra – 0% Średnia – 10% Zła – 90%
Jak oceniają Państwo nastawienie banków do Państwa jako kredytobiorców?	Przychylnie – 95% Neutralne – 5% Nieprzychylnie – 0%	Przychylnie – 0% Neutralne – 35% Nieprzychylnie – 65%
Jak oceniają Państwo stopień skomplikowania procedury bankowej podczas ubiegania się o kredyt inwestycyjny?	Skomplikowana – 70 % Średnia – 30% Prosta – 0%	Skomplikowana – 95% Średnia – 5% Prosta – 0%
Jak oceniają Państwo stopień skomplikowania procedury bankowej podczas ubiegania się o kredyt obrotowy?	Skomplikowana – 5% Średnia – 65% Prosta – 30%	Skomplikowana – 45% Średnia – 50% Prosta – 5%
Czy po roku 2008 zmieniono Państwu warunki kredytowania?	Tak, na mniej korzystne – 45% Tak, na bardziej korzystne – 0% Nie, nie zmieniono – 55%	
Czy po roku 2008 zmienił się systemu monitoringu bankowego?	Tak, procedura jest trudniejsza – 100% Tak, procedura jest prostsza – 0% Nie, procedura nie zmieniła się – 0%	

Źródło: Opracowanie własne.

Poddani badaniom przedsiębiorcy oceniali dostępność inwestycyjnego kredytu bankowego przed rokiem 2008 jako średnią (80% badanych), kredytu obrotowego jako dobrą (również 80% badanych, korelacja w przypadku obu odpowiedzi 0,88). Wskazywali, że banki odznaczały się dużą przychylnością (opinia 95% badanych), chęcią udzielania kredytów, były skłonne do szerokich ustępstw cenowych w zakresie realizowanej polityki marży kredytowej czy opłat dodatkowych.

Z drugiej strony oferta kredytów inwestycyjnych była często niedostosowana do rzeczywistych potrzeb tej grupy przedsiębiorstw, w szczególności w zakresie limitów do jakich banki skłonne były kredytować ich przedsięwzięcia i procedur analitycznych, jakie mikro i małe przedsiębiorstwa musiały spełnić, aby o kredytowanie się ubiegać. 70% ankietowanych uznawało, że procedura w odniesieniu do kredytu inwestycyjnego była skomplikowana już przed rokiem 2008.

W tym kontekście należy zwrócić uwagę na politykę prowadzoną przez samorządy terytorialne w zakresie posiadanych przez nie nieruchomości. Nieruchomości te, dotąd wynajmowane bądź dzierżawione przedsiębiorcom, w latach 2005–2007 zaczęły być sprzedawane w procedurze przetargowej. Dla przedsiębiorców była to z jednej strony szansa na wykupienie od gminy czy

powiatu dzierżawionego dotąd obiektu, z drugiej strony oznaczało to także podejmowanie działania pod presją, gdyż przegrana w przetargu oznaczała konieczność zmiany lokalizacji działalności gospodarczej, prowadzonej często od kilkunastu lat w tym samym punkcie. W związku z tym determinacja mikro i małych przedsiębiorstw obserwowana podczas procedur przetargowych była ogromna, silne były również zjawiska sztucznego zawyżania ceny przez konkurentów biorących udział w przetargu, którzy nie mieli zamiaru kupić nieruchomości, a jedynie doprowadzić do podwyżki jej ceny. Opisane zjawiska sprawiały, że ceny jakie samorządy uzyskiwały w przetargach za poszczególne nieruchomości sięgały kilku milionów złotych, a klienci nie mieli szans finansować ich ze środków własnych i musieli się wspierać kredytem bankowym.

W tym miejscu należy zauważyć, że małe przedsiębiorstwo to zgodnie z ustawą o swobodzie działalności gospodarczej i unormowaniami unijnymi⁸ podmiot, którego obrót lub suma aktywów bilansu nie przekracza 10 milionów EURO rocznie. Dla mikroprzedsiębiorstwa limitem granicznym jest odpowiednio 2 miliony EURO, stąd w odniesieniu do wielkości podmiotu, kredyty te stanowiły dla badanych firm duże obciążenie majątkowe, a wartość zobowiązania kredytowego stanowiła często 60–70% kwoty pasywów bilansu.

Oferta bankowa dla klientów tej grupy była przed rokiem 2008 konstruowana w taki sposób, że kredyt do kilkudziesięciu – kilkuset tysięcy złotych⁹ był dostępny stosunkowo łatwo w oparciu o procedury analityczne, które odbywały się w oddziale banku. Jeżeli kredyt przekraczał ten próg, klient zobowiązany był nie tylko do sporządzenia biznesplanu, ale także do przeprowadzenia pogłębionych analiz finansowych obejmujących analizy bilansu, rachunku zysków i strat oraz *cash flow* w okresach obejmujących cały okres kredytowania (czyli często w 15 letniej perspektywie prognostycznej) oraz analizę statyczną i dynamiczną efektywności inwestycji. Zmianie ulegało także miejsce przeprowadzania tych procedur ze strony banku – przy kredytach powyżej 1,5 miliona złotych procedury były prowadzone na poziomie oddziałów regionalnych banków (zlokalizowanych najczęściej w miastach wojewódzkich), a powyżej kwoty 3 milionów złotych udzielenie kredytu wymagało zgody zarządów banków¹⁰. Oznaczało to sytuację, w której zarząd dużego banku decydował o udzieleniu kredytu na zakup nieruchomości mikroprzedsiębiorcy z powiatowego miasteczka. Przy tych ostatnich kredytach wymagano także sporządzenia studium wykonalności (*feasibility study*), w którym

⁸ Sektor mikro i małych przedsiębiorstw, zgodnie z definicją mikro i małego przedsiębiorstwa przyjętego w art. 104 i 105 Ustawy o swobodzie działalności gospodarczej z dn. 02.07.2004, Dz. U. 173, poz. 1807 z późn. zmianami implementującej Recommendation 2003/361/EC Komisji Europejskiej z dn. 06.05.2003 r.

⁹ Według procedury bankowej PKO BP S.A. z roku 2007 do 300 tysięcy złotych.

¹⁰ Według procedury bankowej PKO BP S.A. z roku 2007.

zobowiązywano klientów do dokonywania prognoz wariantowych uwzględniających różne stopy inflacji, różne kursy walut i różne zmienne stopy oprocentowania.

Wszystkie te analizy mieli wykonywać mikro i mali przedsiębiorcy, którzy najczęściej swoją ewidencję księgową prowadzili w postaci podatkowej księgi przychodów i rozchodów, a dodatkowo korzystali w tym zakresie z oferty biur rachunkowych, prowadzonych przez doradców podatkowych będących często z wykształcenia prawnikami, dla których przeprowadzenie analiz finansowych o tym stopniu komplikacji było niemożliwe.

Dodatkowo czas jaki samorząd wyznaczał od ogłoszenia przetargu do jego przeprowadzenia, niezbędny na uzyskanie przez klienta promesy kredytu bankowego wynosił najczęściej około miesiąca, a procedury bankowe zajmowały co najmniej 3 tygodnie (samo uzyskanie zaświadczeń o braku zaległości w zakresie składek ZUS i podatków trwało 2 tygodnie, a dopiero posiadanie tych zaświadczeń umożliwiało rozpoczęcie procedury bankowej). Niemniej przedsiębiorcy oceniali te procedury jako skomplikowane, ale możliwe do realizacji z pomocą zewnętrznych firm consultingowych i przy zyczliwym nastawieniu banku.

Z punktu widzenia przedsiębiorstw w roku 2008 sytuacja na rynku kredytowym zmieniła się radykalnie. O ile do tej pory przeszkody w uzyskaniu kredytu były natury proceduralnej, ale banki wykazywały się dużą chęcią udzielania kredytu, o tyle po roku 2008 zarówno procedury uległy zaostrzeniu (jako skomplikowane postrzega ją w odniesieniu do kredytu inwestycyjnego 95% ankietowanych), jak i podaż kredytu gwałtownie zmalała (65% badanych ocenia, że banki są nieprzychylnie nastawione do nich jako potencjalnych kredytobiorców, dostęp do kredytu inwestycyjnego uznano jako zły 90% ankietowanych, a do kredytu obrotowego 70%).

W oddziale banku efektywnie uzyskać można obecnie kredyt w wysokości kilkudziesięciu tysięcy złotych. Powyżej określonego w procedurze bankowej limitu tzw. zaangażowania kredytowego wniosek kredytowy rozpatrywany jest w regionalnym centrum analitycznym banku (zlokalizowanym w mieście wojewódzkim) i całość analizy finansowej odbywa się drogą korespondencyjną.

W praktyce oznacza to, że jeżeli zdaniem analityka bankowego klient założył w prognozach np. zbyt wysoką stopę wzrostu przychodów lub zbyt niską stopę wzrostu kosztów i udzielone przez klienta drogą elektroniczną wyjaśnienia w tym zakresie nie są dla analityka satysfakcjonujące wniosek zostanie odrzucony, a klient utraci opłaty i prowizje wpłacone w związku z rozpatrzeniem wniosku. Do roku 2008 w sytuacji analogicznych wątpliwości można było we współpracy z bankowym pionem obsługi klienta dokonać korekt wniosku i procedura ulegała przedłużeniu, ale nie przerwaniu.

Dodatkowo do limitu zaangażowania wliczane są tzw. podmioty powiązane oraz kredyty indywidualne klienta, które kiedyś były raportowane przez

klienta, ale nie ulegały wliczeniu do limitu zaangażowania. Oznacza to, że jeżeli przedsiębiorca posiada np. prywatny kredyt hipoteczny na dom, a jego współmałżonek kartę kredytową, wszystkie te kredyty zostaną uwzględnione w limicie zaangażowania i mimo teoretycznego limitu zaangażowania, uprawniającego do przeprowadzenia procedury w oddziale macierzystym klienta określonego na 500 tysięcy złotych¹¹, klient może uzyskać w oddziale macierzystym efektywnie kredyt na poziomie kilkudziesięciu tysięcy złotych. Powyżej tej kwoty kredytowanie jest możliwe, ale procedura, prowadzona przez regionalne centrum analityczne jest długa (efektywnie około 4 tygodni) i obciążona dużym ryzykiem odmowy udzielenia kredytu.

Opisywana sytuacja doprowadziła do tego, że po roku 2008 znacznemu ograniczeniu uległ popyt na kredyt inwestycyjny jaki zgłaszali mikro i mali przedsiębiorcy, zamarł rynek nieruchomości, związany z prowadzoną działalnością gospodarczą, a ponadto pojawiły się problemy w obsłudze kredytów inwestycyjnych dotychczas zaciągniętych.

W tym kontekście należy przypomnieć że przed rokiem 2008 kredyty inwestycyjne, jakie zaciągali mikro i mali przedsiębiorcy na potrzeby związane z zakupem nieruchomości, były relatywnie wysokie w stosunku do ich obrotów i sumy aktywów. Po roku 2008 rynek nieruchomości związany z działalnością gospodarczą odnotował kryzys, co oznaczało spadek cen nieruchomości, zakupionych przed rokiem 2008. Nieruchomości te stanowiły zabezpieczenie zaciąganych kredytów inwestycyjnych, z drugiej strony przedsiębiorcy upatrywali w najmie zbędnych powierzchni w tych nieruchomościach dodatkowych źródeł dochodów, które obecnie stały się wątpliwe.

Ze strony banków zaostrożono natomiast tzw. monitoring (co zauważyło 100% badanych) zmuszając klientów do przeprowadzania częstszych niż dotychczas¹² analiz kondycji finansowej lub dodatkowych operatów nieruchomości. Skutkiem tych procedur była niekiedy zmiana klasy ratingowej przedsiębiorcy, która oznaczała w konsekwencji zwiększenie marż kredytowych oraz ewentualne żądanie dodatkowych zabezpieczeń, pod groźbą postawienia zobowiązania w stan natychmiastowej wymagalności (na takie zjawisko wskazało 45% badanych).

Zmianie uległ także zakres informacji wymagany w procesie monitoringu. Przed rokiem 2008 wystarczające było najczęściej zeznanie podatkowe przedsiębiorcy wraz ze sprawozdaniem finansowym, o ile takowe miał obowiązek sporządzać, obecnie procedura wymaga zeznań podatkowych przedsiębiorcy i jego małżonka, informacji o stanie zapasów, środków trwałych, należności i zobowiązań, a także arkuszy analitycznych, które treściowo odpowiadają sprawozdaniu finansowemu, nawet jeżeli przedsiębiorca prowadzi uprosz-

¹¹ Według procedury bankowej PKO BP S.A. z roku 2012.

¹² W przypadku banku BPH S.A. częstotliwość zwiększyła się z rocznej do kwartalnej, w przypadku PKO BP S.A. rozszerzono zakres monitoringu.

czoną rachunkowość i do jego sporządzenia nie jest zobligowany przepisami ustawy. Dla mikro i małego przedsiębiorcy stanowi to bardzo poważne utrudnienie w prowadzeniu działalności gospodarczej, zarówno organizacyjne jak i finansowe (przygotowanie analiz oznacza dodatkowe koszty), znacząco zmniejsza zaufanie do banku jako do partnera biznesowego i obniża skłonność do inwestowania w przyszłość. Działania te z punktu widzenia banku podyktowane są chęcią dokładniejszej analizy kondycji finansowej klienta i analizy ryzyka, ale nie ma to wpływu na nastawienia klienta do tych procedur, który upatruje w nich przede wszystkim zagrożenia dla prowadzenia własnej działalności, a w najlepszym wypadku chęci pogorszenia warunków kredytowych na jakich został udzielony spłacany przez niego kredyt.

Zakończenie

Rok 2008 przyniósł na rynku kredytowym dla mikro i małych przedsiębiorstw zasadniczy przełom zarówno w dostępie do kredytu obrotowego i inwestycyjnego, jak i w warunkach ich przyznawania. Zmiany te miały charakter negatywny. Przed rokiem 2008 banki wykazywały się dużą chęcią do sprzedaży swoich produktów kredytowych na korzystnych warunkach, a problemem mogła być jedynie procedura bankowa zbyt długa i skomplikowana w stosunku do rozmiarów i kompetencji jakimi dysponowali mikro i mali przedsiębiorcy. Ale duża determinacja ze strony przedsiębiorcy i skorzystanie z usług zewnętrznych firm consultingowych najczęściej kończyły się pozytywną decyzją o przyznaniu kredytu i umożliwiały małej firmie realizację swoich planów biznesowych.

Od roku 2008 banki znacząco utrudniły swoim klientom z sektora mikro i małych przedsiębiorstw dostęp do kredytów bankowych poprzez:

- utrudnienie procedur bankowych w sensie ilości niezbędnej dokumentacji jaką trzeba dostarczyć w procedurze ubiegania się o kredyt i przy monitoringu kredytowym,
- przeniesienie procedur do ośrodków regionalnych, a co za tym idzie utrudnioną komunikację z pracownikami banku w tych ośrodkach i dłuższy czas realizacji procedury,
- zwiększenie częstotliwości monitoringu bankowego, który zmierza do obniżenia ratingu przedsiębiorstwa, pogorszenia warunków finansowych już udzielonego kredytu i pozyskania od klienta dodatkowych zabezpieczeń,
- podniesienia marż kredytowych i poziomu zabezpieczeń jaki wymagany jest w odniesieniu do danego typu kredytu w stosunku do stanu sprzed roku 2008, jak również analogicznie skrócenie okresu kredytowania i zmniejszenie maksymalnej kwoty kredytu.

Z perspektywy bankowej zmiany te spowodowane są z jednej strony kolejnymi falami światowego kryzysu finansowego, jak i wprowadzeniem rekomendacji Nowej Umowy Kapitałowej Komitetu Bazylejskiego, która w założeniu miała poprawić bezpieczeństwo sektora bankowego i ułatwić dostęp do kredytu dla uczciwych firm w dobrej kondycji finansowej. Wszystkie te działania spowodowały jednak poważne utrudnienia w prowadzeniu działalności gospodarczej przez badane mikro i małe przedsiębiorstwa, które zaciągnęły lub planowały zaciągnięcie kredytów (szczególnie inwestycyjnych). Doprowadziły także do zmiany w postrzeganiu przez badanych przedsiębiorców roli banku w prowadzonej przez nich działalności gospodarczej – z partnera, z którym chętnie i otwarcie prowadzi się interesy, na partnera z którym interesy prowadzi się ostrożnie i z konieczności.

W perspektywie długookresowej, kiedy kryzys finansowy zostanie zażegnany i banki będą chciały zliberalizować ponownie swoją politykę kredytową, ta utrata zaufania może się okazać dla instytucji finansowych najtrudniejszą barierą do pokonania i stratą, którą najtrudniej będzie odpracować¹³. Remedium na to mogłaby stanowić lepsza polityka informacyjna banków, które powinny wskazywać swoim klientom na przyczyny i cele, dla których dokonano zmian w procedurach bankowych, ze szczególnym wskazaniem chęci zwiększenia bezpieczeństwa sektora bankowego.

STRESZCZENIE

Niniejszy artykuł prezentuje zmiany jakie dokonały się w ostatnich latach na rynku kredytowym dla mikro i małych przedsiębiorstw w Polsce, ze szczególnym uwzględnieniem przełomu jaki dokonał się w roku 2008. Opracowanie pokazuje w jaki sposób zmiany te postrzegane są przez mikro i małych przedsiębiorców, których poddano badaniom ankietowym, jak również przez banki ich kredytujące (na podstawie raportów NBP). W artykule ukazano także teoretyczny wpływ rekomendacji Nowej Umowy Kapitałowej na zmiany procedury oceny zdolności kredytowej mikro i małego przedsiębiorstwa. Wpływ tych rekomendacji znajduje następnie odzwierciedlenie w wynikach badań

¹³ Podobne wyniki w zakresie badania zaufania do banków odnotował w swoich analizach L. Dziawgo. Badania te przeprowadzone w październiku 2009 za pośrednictwem Millward-Brown SMG/KRC na próbie 1003 respondentów pokazują, że zdecydowanie nie ufa bankom 49% przedsiębiorców, 61% inwestorów giełdowych i 54% dyrektorów przedsiębiorstw. W badaniach tych nie uwzględniano parametru takiego, jak odsetek badanych przedsiębiorców posiadających kredyty bankowe. Dane zaczerpnięto z: L. Dziawgo, *Współpraca z sektorem finansowym: kwestia zaufania do instytucji rynku finansowego*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” nr 637, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2011, s. 183.

empirycznych na przedsiębiorcach, postrzegających wprowadzanie rekomendowanych przez NUK rozwiązań jako jedno z najistotniejszych utrudnień w dostępie do kredytu. W artykule pokazano także, że w krótkookresowej perspektywie skutkiem wprowadzenia Nowej Umowy Kapitałowej jest spadek zaufania przedsiębiorców do banków jako do biznesowych partnerów.

Barriers and limitations in access to credit market in the micro and small enterprises sector

SUMMARY

This article presents the changes that have occurred in recent years in the credit market for micro and small enterprises in Poland, with particular emphasis on the breakthrough which occurred in 2008. It is shown how these changes are perceived by micro and small entrepreneurs who were surveyed, as well as by crediting banks (based on NBP reports). The article also analyzes the expected impact of Basel II recommendations on the procedures for assessing the creditworthiness of micro and small enterprises. This impact is next reflected in the results of empirical studies on entrepreneurs, who see the recommendations as one of the major difficulties in accessing credit. Also shown is that the short-term consequence of the introduction of the New Basel Capital Accord is a decline in trust for the banks as business partners.

LITERATURA

1. Bielawska A., *Wpływy Nowej Umowy Kapitałowej na zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, [w:] *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa pod red. A. Bielawskiej*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009.
2. Dziawgo L., *Współpraca z sektorem finansowym: kwestia zaufania do instytucji rynku finansowego*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” nr 637, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2011.
3. Iwanicz-Drozdowska M., Lepczyński B., *Stanowisko Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową w zakresie wpływu Nowej Umowy Kapitałowej na gospodarkę polską i polski sektor bankowy*, [w:] *Nowa Umowa Kapitałowa Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego – Konsekwencje dla Gospodarki i Sektora Bankowego w Polsce*, pod red. R. Wierzby, M. Iwanicz-Drozdowskiej i B. Lepczyńskiego, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2004.

4. Łukasik G., *Strategie finansowania rozwoju współczesnych przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2010.
5. Wiatr M.S., *Zarządzanie indywidualnym ryzykiem kredytowym. Elementy systemu*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa, 2008.

Inne źródła

1. Commission Recommendation of 06 May 2003 concerning the definition of micro, small and medium-sized enterprises 2003/361/EC, Official Journal of the European Union L 124/36.
2. Procedury bankowe banku PKO BP S.A. z lat 2007–2011.
3. Raporty NBP *Sytuacja na rynku kredytowym, lata 2006–2011*, dostępne na stronie <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/kredytowy2009.html>, (link data 26.02.2012).
4. Ustawa o swobodzie działalności gospodarczej z dn. 02.07.2004, Dz. U. 173, poz. 1807 z późniejszymi zmianami.

ADAM LEJMAN GĄSKA

Wykorzystanie transakcji na rynku Forex w inwestycjach finansowych

Wprowadzenie

Wraz z rozwojem rynków finansowych pojawiają się coraz to nowsze kierunki lokowania środków finansowych i to zarówno przez inwestorów instytucjonalnych, jak i indywidualnych. Rozwój internetu w ciągu ostatnich lat przyspieszył jeszcze ten proces. Jednym z nowych kierunków lokowania środków dostępnych dla szerokiego grona potencjalnych inwestorów stał się rynek walutowy (Foreign Exchange; Forex; FX).

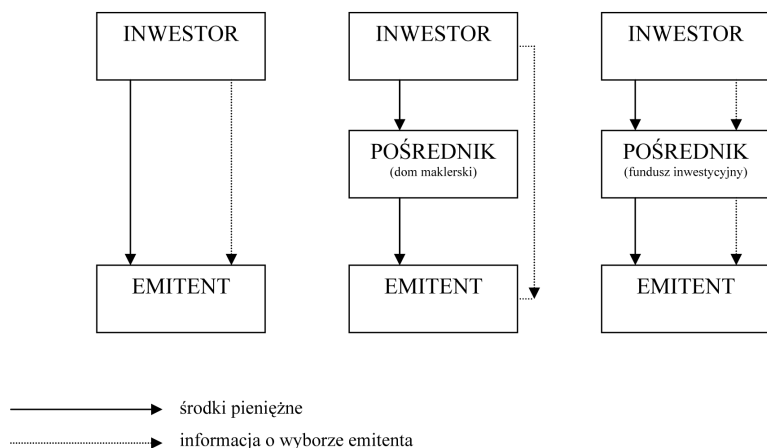
Celem artykułu jest przedstawienie możliwości wykorzystania rynku Forex zarówno w celach spekulacyjnych, jak i ograniczania ryzyka walutowego (hedging).

1. Rynek walutowy jako segment rynku finansowego

Rynek finansowy jest częścią rynku (pozostałe to: rynek towarowy, rynek pracy) gdzie dochodzi do przesuwania środków od podmiotów mających ich nadwyżki (oszczędności) do podmiotów zgłaszających zapotrzebowanie na środki finansowe i to zarówno na krótki okres czasu (płynność) jak i na okresy dłuższe (inwestycje).

Transfer, jaki dokonuje się na rynku finansowym może przybierać różne formy. Najprostszą z nich jest transfer bezpośredni między inwestorem, a podmiotem pozyskującym środki (np. emitentem papierów wartościowych). Nie jest on jednak dominujący na współczesnych rynkach finansowych. Drugim rodzajem transferu kapitału jest transfer za pośrednictwem wyspecjalizowanej instytucji. Trzecim rodzajem transferu jest transfer za pośrednictwem finansowego pośrednika, jakim jest bank czy fundusz inwestycyjny, który gromadzi środki od inwestorów, a następnie emituje w zamian swoje papiery

wartościowe (np. certyfikaty depozytowe).¹ W tym przypadku inwestor nie decyduje, w jakie konkretnie instrumenty finansowe będą lokowane jego środki, a jedynie ma możliwość wyboru pomiędzy funduszami reprezentującymi różne polityki lokacyjne. Sposoby inwestowania na rynku finansowym prezentuje rysunek 1.

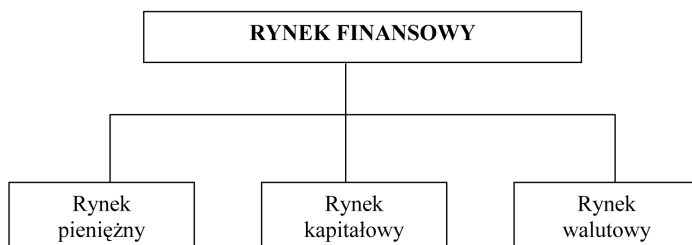


Rys. 1. Sposoby inwestowania na rynku finansowym.

Źródło: Opracowanie własne.

Rynek, na którym dokonuje się obrotu instrumentami finansowymi możemy podzielić według kilku kryteriów.

Jednym z nich jest kryterium opierające się na rodzaju instrumentu będącego przedmiotem obrotu. Bazując na tym kryterium wyróżniamy rynek pieniężny, kapitałowy oraz walutowy. Podział ten prezentuje rysunek 2.



Rys. 2. Podział rynku finansowego ze względu na przedmiot obrotu.

Źródło: Opracowanie własne.

¹ E.F. Brigham, *Fundamentals of Financial Management*, The Dryden Press, Orlando 1989, s. 69.

Rynek pieniężny jest rynkiem, na którym przedmiotem obrotu są kapitały krótkoterminowe, z okresem zwrotu nie dłuższym niż 1 rok. Przeważnie kapitały te uzyskane są ze sprzedaży krótkoterminowych papierów wartościowych lub pozyskane są w drodze krótkoterminowych kredytów. Jest on rynkiem najbardziej płynnych aktywów finansowych, które służą emitentom do pokrycia zapotrzebowania na kapitał obrotowy, a więc na utrzymanie bieżącej płynności.

Rynek kapitałowy jest rynkiem, na którym przedmiotem obrotu są papiery wartościowe długoterminowe, czyli o terminie wykupu powyżej 1 roku, do których zaliczyć możemy akcje i obligacje. Cechą odróżniającą ten segment rynku finansowego od rynku pieniężnego jest fakt, iż występuje na nim znacznie większa liczba podmiotów i to zarówno po stronie popytowej jak i podaźowej. Również możliwa do osiągnięcia stopa zwrotu może być wyższa. Ze względu jednak na większą amplitudę wahań kursów poszczególnych walorów, wyższy jest również poziom ryzyka. Rynek ten umożliwia ocenę wartości rynkowej poszczególnych przedsiębiorstw, ich sytuacji ekonomicznej oraz zdolności do wypracowania w przyszłości zysku. Daje również podmiotom szanse na dywersyfikację źródeł gromadzenia środków, a także umożliwia efektywniejsze lokowanie niż rynek pieniężny.

Rynek walutowy jest rynkiem, na którym dokonuje się wymiany znaków pieniężnych, emitowanych przez różne kraje. Jest on ściśle powiązany zarówno z rynkiem pieniężnym jak i kapitałowym, umożliwiając przepływ kapitału na rynki poszczególnych państw oraz w skali międzynarodowej. Jest on także największym i najbardziej dynamicznym segmentem rynku finansowego na świecie. Rynek ten jest rynkiem zdecentralizowanym pod względem technicznym i ekonomicznym. Jego uczestnicy, a więc przede wszystkim banki, niebankowe instytucje finansowe oraz firmy brokerskie połączone są ze sobą siecią telekomunikacyjną. Dzięki temu jest to jeden rynek o charakterze globalnym, na którym przeprowadza się transakcje przez 24 godziny na dobę. Spełnia on trzy ważne zadania. Pierwszym z nich jest przesuwanie siły nabywczej w formie pieniężnej między różnymi krajami, w których funkcjonują odrębne systemy walutowe. Drugim zadaniem jest stworzenie możliwości nie wyrównywania obrotów zagranicznych. Ostatnim z zadań rynku walutowego jest zabezpieczenie pewnej części finansowego majątku trwałego przed zmniejszeniami, które mogą powstać w związku ze zmianami kursów walutowych w okresie od nabycia do sprzedaży, głównie krótkoterminowych lokat w zagraniczne walory finansowe.²

Przyjmuje się, że rynek ten służy trzem celom. W literaturze wskazuje się jako pierwszy cel ograniczenie ryzyka. Kolejnym celem jest spekulacja, polegająca na podejmowaniu działań zmierzających do osiągnięcia relatywnie

² K. Zabielski, *Finanse międzynarodowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 179.

wysokich wartości stopy zwrotu. Należy jednak zaznaczyć, że te działania wiążą się również z znacznie wyższym poziomem ryzyka niż przykładowo inwestowanie na rynku akcji. Trzeci cel to arbitraż, czyli zarabianie na różnicach kursowych w różnych ośrodkach inwestycyjnych na świecie, co powoduje wyrównanie kursów. Ze względu na trudność wiążącą się z możliwościami większości indywidualnych inwestorów kwestia ta nie będzie omawiana w niniejszym opracowaniu.

2. Wykorzystanie rynku Forex

Przez rynek Forex rozumie się rynek walutowy funkcjonujący w skali globalnej. Handel na rynku Forex polega na spekulacji wartością jednej waluty w relacji do drugiej waluty.³ Jest to najszybciej rozwijający się segment rynku finansowego. W okresach wcześniejszych dostęp do tego rynku był zarezerwowany właściwie jedynie dla instytucji finansowych lub dużych inwestorów. Obecnie, wykorzystując internet, również mali indywidualni inwestorzy nie są ograniczani do lokowania środków na lokatach bankowych, w bezpiecznych papierach wartościowych czy na rynku akcji. Uzyskali dostęp do rynku walutowego wcześniej dla większości z nich będącego rynkiem niedostępnym. Rynek Forex nie tylko „otworzył się” na nowych inwestorów, ale stał się rynkiem, na którym inwestowanie (a raczej działania spekulacyjne) są łatwiejsze niż handel na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Nowi uczestnicy mogą teraz brać aktywny udział w grze na kursach walutowych wykorzystując do tego coraz bardziej rozbudowane (ale jednocześnie coraz bardziej przyjazne użytkownikom) platformy, za pomocą których tego typu działania są możliwe. Jak wspomniano, działania te nie są typowymi działaniami inwestycyjnymi (lokowanie środków na dłuższy okres czasu) co mają podłoże spekulacyjne (zajmowanie krótkoterminowych pozycji na rynku zarówno długich jak i krótkich w celu zarabiania na szybko zmieniających się wartościach poszczególnych walut). Rynek ten umożliwia działania spekulacyjne prawie każdej osobie mającej dostęp do internetu i posiadającej nawet niewielką ilość wolnych środków finansowych. Specjalnie użyto zwrotu spekulacja, bowiem tego typu zachowania dominują obecnie na rynku Forex. Obecnie ta grupa inwestorów generuje ok. 95% obrotów na rynku Forex i jest odpowiedzialna za wysoką płynność rynku. Jedynie mniej niż 5% przypada na podmioty zabezpieczające swoje otwarte pozycje walutowe.⁴ Rynek ten jest rynkiem specyficznym nie tylko ze względu na łatwość dokonywania transakcji czy na wysokość potencjalnych zysków czy strat, jakie może ponieść inwestor. W przypadku rynku Forex ze względu na wiel-

³ Por. M. Galant, B. Dolan, *Forex dla bystrzaków*, Helion, Gliwice 2010, s. 25.

⁴ *Forex at eye level, a quick guide to currency trading*, Easy forex, 2008, s. 18.

kość obrotów generowaną codziennie, wprowadzenie na ten rynek kapitału o wartości kilku milionów dolarów w znikomym stopniu (jeśli nie wcale) może zmienić notowania określonej waluty. Złożenie zlecenia o takiej wartości na zakup lub sprzedaż przykładowo akcji na GPW w Warszawie zostałyby zapewne odzwierciedlone w kursie danego papieru wartościowego. Co więcej, na rynku tym dysponując ograniczonymi środkami możemy spodziewać się ponadprzeciętnych zysków (również straty mogą być niewyobrażalne), podczas gdy inwestując w akcje raczej w krótkim okresie nie ma co spodziewać się spektakularnych korzyści (ryzyko utraty całości kapitału również jest znikome). Dzieje się tak z powodu zastosowania na rynku dźwigni pozwalającej kontrolować znacznie większe pozycje niż na rynku akcji za pomocą ograniczonych środków finansowych.

Tablica 1 przedstawia przykładowe dźwignie dostępne u wybranych brokerów rynku Forex.

Tablica 1. Maksymalna dźwignia u najpopularniejszych brokerów.

Broker	Maksymalny lewar
eToro	400:1
InstalForex	1000:1
LiteForex	500:1
Alpari	500:1
OANDA Corporation (fxTrade)	50:1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie stron internetowych brokerów⁵.

Rynek Forex jest obecnie największym rynkiem pod względem obrotów na świecie. Średnie dzienne obroty na tym rynku w 2010 roku wyniosły 3 980 biliona USD⁶, co oznacza, że są większe prawie 30 razy od obrotów na NYSE (New York Stock Exchange).⁷ Podstawowym celem działania na rynku forex jest wymiana walut. Działania podejmowane przez osoby chcące zarobić na kursach walutowych polegają na kupowaniu walut, w stosunku do których istnieje prawdopodobieństwo, że ich kursy wzrosną. Drugą strategią jest dokonywanie krótkiej sprzedaży waluty (sprzedaż waluty, której nie posiadamy, ale którą będziemy musieli odkupić w przyszłości), w stosunku do której spodziewamy się, że nastąpi spadek jej kursu. W przypadku rynku Forex waluty występują zawsze parami. Oznacza to, że dokonuje się transakcji na

⁵ www.etoro.com, www.instalforex.com, www.liteforex.org, www.alpari-idc.com, www.oanda.com

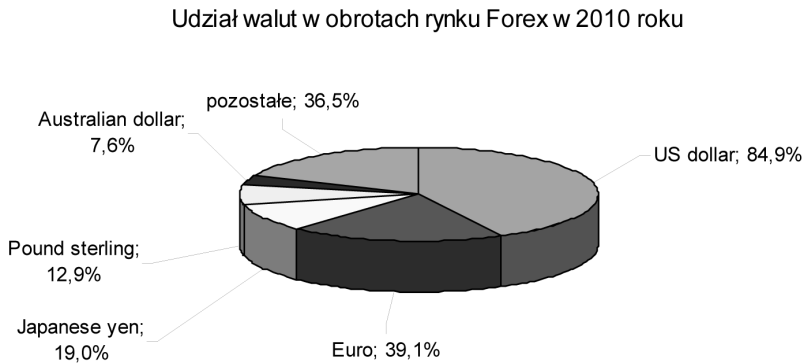
⁶ *Report on global foreign exchange market activity in 2010*, Triennial Central Bank Survey Monetary and Economic Department, grudzień 2010, s. 7.

⁷ www.poradnik-forex.com

dwóch walutach. Sprzedając jedną walutę nabywa się drugą z danej pary walutowej.

3. Dolar amerykański jako podstawowa waluta rynku Forex

Rynek Forex jest ściśle związany z dolarem amerykańskim. Prawie 85% wolumenu transakcji dotyczy par, w których pojawia się ta waluta. Wynika to po pierwsze z popularności dolara amerykańskiego jako waluty, w której dokonuje się znacznej ilości transakcji na świecie oraz jako środka tezauryzacji. Z drugiej strony gospodarka amerykańska nadal jest największą gospodarką w skali globalnej. Udział poszczególnych walut w obrotach na rynku Forex prezentuje rysunek 3.⁸



Rys. 3. Udział najpopularniejszych walut w obrotach na rynku Forex.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Report on global foreign exchange market activity in 2010, Triennial Central Bank Survey Monetary and Economic Department, grudzień 2010, s. 12.

Polska waluta w tym zestawieniu znalazła się na 18 miejscu z udziałem wynoszącym 0,8%. Wynikiem tym wyprzedziła między innymi tureckiego lira i południowoafrykańskiego randa.

Jak już wspomniano, podstawową walutą jest dolar amerykański. W związku z tym większość obrotów na rynku Forex dotyczy par walutowych zawierających w sobie właśnie tę walutę. W tabelicy 2 zaprezentowano udział poszczególnych par walutowych w obrotach na rynku Forex⁹.

⁸ Ze względu na to, iż transakcje na rynku Forex odnoszą się do par walutowych ich udział w obrotach sumuje się do 200%.

⁹ W tabelicy nie wprowadzono par walutowych w takim zestawieniu, w jakim występują w rzeczywistości. Przykładowo para walutowa składająca się z euro i dolara amerykańskiego jest oznaczana w ten sposób, że na pierwszym miejscu występuje euro (EUR/USD). Oznacza to, że euro jest walutą bazową, a dolar amerykański walutą kwotowaną.

Tablica 2. Udział najpopularniejszych par walutowych w obrotach na rynku Forex.

Lp.	Para walutowa	Udział %	Wartość obrotu
1	US dollar/euro	27,7%	1 101
2	US dollar/yen	14,3%	568
3	US dollar/sterling	9,0%	360
4	US dollar/Australian dollar	6,3%	249
5	US dollar/Swiss franc	4,2%	168
6	US dollar/Canadian dollar	4,6%	182
7	US dollar/Swedish krona	1,1%	45
8	US dollar/Rother	17,7%	705
9	Euro/yen	2,8%	111
10	Euro/sterling	2,7%	109
11	Euro/Swiss franc	1,8%	72
12	Euro/Rother	4,1%	162
13	Other currency pairs	3,7%	149

Źródło: Report on global foreign exchange market activity in 2010, Triennial Central Bank Survey Monetary and Economic Department, grudzień 2010, s. 15.

W części par walutowych USD jest walutą bazową, a w części par walutą kwotowaną. Tu należałoby wyjaśnić różnicę pomiędzy walutą bazową, a walutą kwotowaną. W przypadku pary walutowej EUR/USD walutą bazową jest euro, a walutą kwotowaną dolar amerykański. Jeżeli kurs tej pary walutowej rośnie, mamy do czynienia z umacnianiem się euro i osłabieniem pozycji dolara amerykańskiego. W przypadku gdy kurs tej pary walutowej spada, oznacza to osłabienie euro i umocnienie się dolara amerykańskiego. W przypadku pary walutowej USD/JPY walutą bazową jest dolar amerykański, a walutą kwotowaną jen japoński. W momencie wzrostu kursu tej pary walutowej, umacnia się dolar amerykański i jednocześnie osłabia się pozycja jena. W przypadku gdy kurs tej pary walutowej spada, oznacza to osłabienie dolara i umocnienie się jena.

4. Oferta brokerów rynku Forex

Platformy służące do otwierania pozycji na rynku Forex nie służą jedynie do kupowania/sprzedawania walut. Przykładowo platforma domu maklerskiego X-Trade Brokers (XTB) może być wykorzystana do gry na kursach akcji (TVN; PGN; BRE) kruszców (złoto; srebro; platyna) czy surowców (ropa; cukier; miedź; bawełna).

Przed wyborem brokera (a tym samym platformy, która będzie wykorzystywana do dokonywania transakcji) należy przeanalizować dostępne oferty pod kątem m.in.:

- wielkości spreadu – będzie to decydować o wielkości osiągniętych zysków/ponoszonych strat. Im większa wartość spreadu tym osiągnięte zyski będą mniejsze, a generowane straty większe. Większość brokerów ma w swojej ofercie również możliwość wyboru pomiędzy spreadem stałym i zmiennym,
- ilości oferowanych instrumentów – im większa ilość oferowanych instrumentów tym większa szansa, że inwestor znajdzie instrument najbardziej odpowiadający jego preferencjom. Dodatkowo poprzez otwieranie pozycji na kilku instrumentach (parach walutowych, kruszczach, surowcach, akcjach, indeksach) możemy odpowiednio zdywersyfikować nasze inwestycje. Wiąże się to jednak z koniecznością „bycia na bieżąco” z informacjami pojawiającymi się na rynku dla każdej z wybranych inwestycji. Trzeba zadać sobie pytanie czy nie lepiej skupić całą swoją uwagę i wysiłek, aby poznać dokładnie konkretny produkt (parę walutową, kruszec, towar) zamiast pojąć tylko część wiedzy ale na temat kilku/kilkunastu produktów,
- dodatkowych prowizji – dla części brokerów jedynym zyskiem jest wielkość spreadu, inni pobierają prowizje od dokonanej transakcji, przelewu środków, opłaty stałe zwykle oferując niższy spread,
- gwarancji stop loss – jeśli stop loss nie jest gwarantowane przez brokera w przypadku gwałtownych skoków na rynku, inwestor może ponieść większą stratę niż była przez niego dopuszczalna,
- dodatkowych korzyści – część brokerów daje dodatkowe bonusy za korzystanie z ich usług. Mogą to być dodatkowe środki na koncie przyznawane przy jego zakładaniu, dodatkowe środki przyznawane przy zasileniu konta, czy środki przyznawane za przekroczenie określonego wolumenu obrotów (im więcej sprzedajemy i kupujemy tym większe prowizje zarabia broker, więc jest gotów część inwestorowi z tego oddać),
- możliwości skorzystania z pomocy czy to telefoniczną, czy drogą mailową – szczególnie istotne dla osób nie znających języka, jakim posługuje się broker. Dotyczy to zwłaszcza zakładania kont u brokerów zagranicznych, co przy wykorzystaniu Internetu nie jest żadnym obecnie problemem (jedynie bariera językowa wchodzi w grę i ewentualne przewalutowanie środków, jakie przelewamy na konto brokera)

W publikacjach pojawiają się również inne kwestie, na jakie początkujący inwestor powinien zwrócić uwagę. Zalicza się do nich m.in.:

1. możliwość dokonywania płatności za pomocą kart kredytowych,
2. szybkość i łatwość dokonywania transakcji,

3. minimalna wartość środków jakimi się ryzykuje,
4. możliwość „zamrożenia” kursu.¹⁰

Na stronach różnych instytucji można znaleźć rankingi najlepszych czy najbardziej popularnych brokerów. Tabela 3 pokazuje listę pięciu najpopularniejszych brokerów Forex i listę najlepszych brokerów według bestonlineforexbrokers.com.

Tablica 3. Zestawienie najpopularniejszych i najlepszych firm brokerskich na rynku Forex.

Ranking popularności		Ranking najlepszych brokerów		
Broker	Strona	Broker	Rating	Strona
eToro	etoro.com	Hot Forex (HF Markest Ltd.)	8,53	hotforex.com
InstalForex	instalforex.com	TradingPoint (Trading Point of Financial Instruments Ltd)	8,47	trading-point.com
LiteForex	liteforex.org	Delta Stock Ad	8,46	deltastock.com
Alpari	alpari-idc.com	Loyal Forex Financial Ltd	8,41	loyalforex.com
OANDA Corporation (fxTrade)	oanda.com	EXNESS	8,03	exness.com

Źródło: Opracowanie własne na podstawie bestonlineforexbrokers.com

Jak widać w tabeli 3, zajęcie w rankingu pierwszego miejsca na liście brokerów nie przekłada się na popularność danego brokera. Hot Forex (HF Markest Ltd.) jest dopiero 91 na liście najpopularniejszych, podczas gdy eToro w rankingu najlepszych brokerów zajmuje dopiero 13 lokatę.

5. Sposoby osiągnięcia zysku (ponoszenia straty) na rynku Forex

W przypadku rynku Forex dzięki zastosowaniu dźwigni nawet niewielkim kapitałem możemy kontrolować znaczne pozycje.

Jeśli weźmiemy pod uwagę najbardziej popularną pod względem obrotów parę walut na rynku Forex EUR/USD to w parze tej euro jest walutą bazową, a dolar amerykański jest walutą kwotowaną. Załóżmy, że dnia 24.02.2012 o godzinie 12.00 kurs tej pary walutowej na platformie X-Trade Brokers (XTB) wynosił 1,3387/1,3389.¹¹ Oznacza to, że za 1 euro należało zapłacić 1,3389 USD lub dokonując krótkiej sprzedaży otrzymałoby się 1,3387 USD. Różni-

¹⁰ *Forex at eye level, a quick guide to currency trading*, Easy forex, 2008, s. 64–70.

¹¹ Platforma XTB.

ca wynosząca 2 pipsy stanowi zysk brokera. W przypadku jednego z popularniejszych brokerów na tym rynku Forex Capital Markets (FXCM) notowania tej pary walutowej przedstawiały się następująco 1,33873/1,33896¹². Oznacza to, iż w przeciwieństwie do XTB, Capital Markets FXCM bierze pod uwagę nie 1 pipa ale 0,1 pipa, co powoduje częstsze zmiany kursów. Jednakże w tym przypadku spread (prowizja związana z daną parą walutową) wynosi nie 2 pipsy ale 2,3 pipsa, co powoduje zwiększenie kosztu zawarcia tego typu transakcji. Należałoby tu wyjaśnić pojęcie pipa. Jest to najmniejsza wartość (teoretycznie bo jak widać w przypadku FXCM bierze się pod uwagę również 1/10 pipa), o którą może zmienić się kwotowanie danej pary walut. W przypadku pary walutowej EUR/USD jest to wartość równa 0,0001 USD (analogicznie 1/10 pipa wynosi 0,00001 USD). Jednakże wartość pipa może być różna w zależności od pary walutowej (innego instrumentu), branej pod uwagę. Przykładowo w przypadku par walutowych opartych na jenie 1 pip jest równy 0,01 jena japońskiego.

Wracając do przykładu pary walutowej EUR/USD należy pamiętać, że dokonując transakcji na rynku Forex, nie kupujemy 1 euro, ale lot (jego część lub wielokrotność), którego wartość w tym przypadku wynosi 100 000 euro. W jaki sposób w takim razie osoba nieposiadająca środków na zakup 100 000 euro może kontrolować tak dużą pozycję na rynku? Temu służy depozyt zabezpieczający, który jest pobierany z konta użytkownika. Jego wartość zmienia się w zależności od zmian instrumentu, w jaki postanowiono zainwestować (kupno lub krótka sprzedaż).

Dla XTB wielkość depozytu zabezpieczającego dla tej pary walutowej wynosi 1000 euro, co przy kursie z godziny 12.00 wynosi 4164 PLN. Inwestując więc wartość 4164 PLN kontrolujemy pozycję o wartości 100 000 euro. W jaki sposób ta sytuacja przełoży się na potencjalne zyski lub straty. Jeśli dokonamy zakupu przy kursie 1,3387/1,3389, a kurs pary wzrośnie do 1,3487/1,3489, a więc o 100 pipsów, to nasz zysk wyniesie 980 USD, czyli przyjmując kurs dla uproszczenia wynoszący 3,1096 daje to zysk na poziomie 3047,41 PLN. Czyli stopa zwrotu z tej inwestycji wyniosła 73,18%. Czy jest to wartość duża, czy nie zależy od czasu, w jakim została ona osiągnięta. Ale nie zależnie od czynnika czasu inwestując 4164 PLN w zakup euro, nabylibyśmy jedynie 1000 euro. Przyjmując dla uproszczenia, że kurs euro w stosunku do PLN wzrósł proporcjonalnie czyli o 0,73% taką wartość przedstawiałaby również nasza stopa zwrotu. Jak widać dzięki wykorzystaniu rynku Forex i zastosowanej dźwigni udało się wypracować 100 razy większą stopę zwrotu niż przy standardowej inwestycji w walutę. Tę zależność wykorzystuje cała rzesza spekulantów, która dzięki rozwojowi internetu otrzymała dostęp do instrumentów tego rynku. Oczywiście stopa zwrotu z inwestycji nie odzwierciedla rzeczywistych możliwości osiągnięcia zysku z konkretnej pary waluto-

¹² Platforma FXCM.

wej. Pamiętając o tym, że inwestycje na rynku Forex są w większości inwestycjami spekulacyjnymi, ocena na podstawie kursu początkowego i końcowego nie ma przełożenia na rzeczywiste straty/zyski inwestora. W dniu 24 stycznia o godzinie 12.00 kurs wynosił 1,2998/1,3000, aby miesiąc później osiągnąć wartość 1,3387/1,3389. Oznacza to, że w ciągu miesiąca na każdym locie (100 000 euro) inwestor zarobił 870 USD, składając depozyt zabezpieczający wynoszący 1000 euro, czyli 1300 USD. Stopa zwrotu z takiej inwestycji wyniesie więc 87%, co w przeliczeniu na jeden rok da 1044% zysku.¹³ Oczywiście inwestor w ciągu tego miesiąca ze względu na zmianę kursu mógł stracić cały kapitał lub równie dobrze zarobić kilkaset procent. Przeanalizujemy następującą sytuację. Inwestor w ciągu miesiąca podjął same trafne decyzje w lokalnych szczytach i dołkach wykresu kursu. Punkty te wraz z datami i kursami im przyporządkowanymi prezentuje tabela 4.

Tablica 4. Daty inwestycji wraz z zrealizowanym zyskiem w pipsach.

Data	Kurs	Decyzja	Zysk w pipsach
24.01.2012	1,2998/1,3000	Kupno	
29.01.2012	1,3227/1,3229	Sprzedaż + krótka sprzedaż	227
30.01.2012	1,3076/1,3078	Likwidacja krótkiej pozycji + kupno	151
31.01.2012	1,3212/1,3214	Sprzedaż + krótka sprzedaż	134
01.02.2012	1,3025/1,3027	Likwidacja krótkiej pozycji + kupno	185
01.02.2012	1,3217/1,3219	Sprzedaż + krótka sprzedaż	190
06.02.2012	1,3027/1,3029	Likwidacja krótkiej pozycji + kupno	188
09.02.2012	1,3320/1,3322	Sprzedaż + krótka sprzedaż	291
10.02.2012	1,3155/1,3157	Likwidacja krótkiej pozycji + kupno	163
13.02.2012	1,3283/1,3285	Sprzedaż + krótka sprzedaż	126
16.02.2012	1,2974/1,2976	Likwidacja krótkiej pozycji + kupno	307
24.02.2012	1,3387/1,3389	Sprzedaż	411
			2373

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań pary walutowej EUR/USD.

Miejsca wybrane do dokonania transakcji zostały przedstawione na rysunku 4.

Dokonując we wskazanych datach inwestycji można było zarobić 23 730 USD przy 1300 USD depozytu zabezpieczającego, co daje ponad 1825% (w skali roku ponad 21 900%). Dodatkowo należy zaznaczyć, że w badanym okresie pojawiały się jeszcze dodatkowe lokalne dołki i szczyty, ale o mniejszym znaczeniu, jednak również będące szansą na dodatkowe zyski, czy to przy kupnie, czy przy dokonaniu krótkiej sprzedaży.

¹³ Zakładając brak kapitalizacji.



Rys. 4. Wykres kursu pary walutowej EUR/USD wraz z wskazanymi momentami inwestycji.

Źródło: Opracowanie własne (z wykorzystaniem platformy XTB).

Jak wspomniano, na rynku tym nie tylko można zarobić krocie, ale również szybko można stracić cały zainwestowany kapitał. W naszym przykładzie pary EUR/USD źle podjęte decyzje spowodowały by utratę 1300 USD już 26 stycznia rano. Zakładając oczywiście, że na taki poziom ustawiono zlecenie stop loss, w przeciwnym wypadku strata byłaby większa niż zakładane 1300 USD.

Tablica 5. Daty inwestycji wraz ze zrealizowaną stratą w pipsach.

Data	Kurs	Decyzja	Zysk w pipsach
24.01.2012	1,2998/1,3000	Kupno	
25.01.2012	1,2931/1,2933	Sprzedaż + krótka sprzedaż	-69
26.01.2012	1,3183/1,3185	Likwidacja krótkiej pozycji	-254

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań pary walutowej EUR/USD.

Nie tylko możliwość zastosowania dźwigni przemawia na korzyść rynku Forex, w porównaniu przykładowo z rynkiem akcji. Na rynku akcji w czasie kryzysu w większości przypadków inwestorzy będą generować straty (wynikające ze spadku wartości akcji) lub mniejsze zyski (spadek wartości wypłacanych dywidend przypadających na jedną akcję). Inaczej wygląda sytuacja na rynku Forex. Na rynku tym można zarabiać niezależnie od sytuacji w ogólnoswiatowej gospodarce. Dzieje się tak dlatego, że na rynku tym przedmiotem obrotu są pary walut, a to oznacza, że spadkowi wartości jednej waluty towarzyszy wzrost innej waluty z danej pary. Co więcej, możemy dzięki zastosowaniu krótkiej sprzedaży zarabiać również na spadkach poszczególnych walut. Najważniejsze jest więc zajęcie odpowiedniej pozycji na rynku. Pozycję długą przyjmujemy, jeśli spodziewamy się, że kurs waluty bazowej wzrośnie wobec waluty kwotowanej (kurs waluty kwotowanej spadnie względem waluty bazowej). Pozycję krótką przyjmujemy, jeśli przewidujemy spadek wartości waluty bazowej względem waluty kwotowanej (wzrost wartości waluty kwotowanej względem waluty bazowej). W przypadku działań spekulacyjnych na rynku Forex znaczenia nabiera analiza techniczna (analiza wykresów).¹⁴

Inwestorzy jednak powinni pamiętać, że pewne elementy analizy fundamentalnej również powinny być wykorzystane, aby przykładowo nie kupić waluty na podstawie sygnału generowanego przez analizę techniczną, podczas gdy na rynku pojawiają się informacje ekonomiczne, które walutę tę osłabiają. Do podstawowych danych, jakie należy śledzić (dotyczy obu walut wchodzących do pary) zaliczamy m.in.:

- raporty banków centralnych dotyczące wysokości stóp procentowych
- raporty dotyczące wskaźników cen towarów i usług konsumpcyjnych w poszczególnych krajach
- wyniki badań opinii i nastrojów konsumentów i inwestorów
- wielkość produkcji przemysłowej i jej wahania
- wielkość sprzedaży detalicznej i jej wahania
- wysokość stopy bezrobocia i raporty dotyczące aktualnej sytuacji na rynku pracy w poszczególnych krajach.¹⁵

Rynek Forex, choć służy głównie operacjom spekulacyjnym na walutach to również, jest wykorzystywany do zabezpieczania otwartych pozycji walutowych. Jeśli firma spodziewa się otrzymać 100 000 euro za 2 miesiące, a obecne kwotowanie wynosi 1,3459/1,3461 to zakładając, że mamy możliwość sprzedać euro po kursie z rynku Forex¹⁶ w dniu transakcji otrzymalibyśmy 134 590

¹⁴ Analiza techniczna jest dość obszernym zagadnieniem, więc nie będzie poruszana w niniejszej pracy.

¹⁵ Por. M. Galant, B. Dolan, *Forex dla bystrzaków*, Helion, Gliwice 2010, s. 88–89.

¹⁶ W rzeczywistości cena kupna na rynku jest niższa, a cena sprzedaży na rynku wyższa.

USD. Jednak za okres 2 miesięcy kurs może ulec zmianie. Jeśli euro się umocni względem dolara to kwota jaką firma uzyska ze sprzedaży euro będzie wyższa, a więc również zysk z dokonanej transakcji będzie większy. Gdy jednak dolar się umocni względem euro, ze sprzedaży euro firma otrzyma mniejszą kwotę, wyrażoną w dolarach, co spowoduje zmniejszenie zysku lub nawet wystąpienie straty. Przed tego typu ryzykiem można się zabezpieczać za pomocą instrumentów pochodnych z wykorzystaniem instytucji finansowych, oferujących tego typu instrumenty lub samodzielnie za pośrednictwem Forex.

Wystarczy w tym celu złożyć odpowiednio wysoki depozyt zabezpieczający (aby czasem broker nie zamknął automatycznie pozycji, gdy pojawi się znaczna strata) i dokonać krótkiej sprzedaży 1 lota EUR/USD. Tablica 6 przedstawia rozliczenie transakcji z tytułu zamknięcia pozycji na rynku Forex i sprzedaży otrzymanych euro.

Tablica 6. Rozliczenie transakcji na rynku Forex.

Kurs EUR/USD	Zysk/strata w USD z rynku Forex	Sprzedaż euro	Suma
1,3000/1,3002	4570 USD	130 000 USD	134 570 USD
1,3400/1,3402	570 USD	134 000 USD	134 570 USD
1,3459/1,3461	-20 USD	134 590 USD	134 570 USD
1,3500/1,3502	-430 USD	135 000 USD	134 570 USD
1,4000/1,4002	-5430 USD	140 000 USD	134 570 USD

Źródło: Opracowanie własne.

Gdyby kurs w okresie 12 miesięcy nie uległ zmianie i w dalszym ciągu by wynosił 1,3459/1,3461 to ze sprzedaży 100 000 euro firma otrzymałaby 134 590 USD. Jednakże poniosłaby ryzyko związane ze zmianą kursu waluty. Dzięki transakcji krótkiej sprzedaży realizowanej na rynku Forex, niezależnie od sytuacji na rynku walutowym otrzyma w konsekwencji 134 570 USD. Koszt tego zabezpieczenia przed niekorzystną zmianą kursu wyniesie 20 USD plus rezygnacja z potencjalnych korzyści, jakie by firma miała w przypadku umocnienia się euro względem dolara.

Zakończenie

Podsumowując, rynek Forex może być wykorzystany zarówno w celu zabezpieczenia otwartych pozycji walutowych przed niekorzystnymi zmianami ceny, jak i w celach spekulacyjnych. Przy czym spekulacja jest obecnie podstawowym działaniem na rynku Forex i zapewne będzie jeszcze długo

dominować na tym segmencie rynku finansowego. Jest to wynikiem coraz powszechniejszego dostępu do Internetu, a także wzrastającej ilości firm brokerskich oferujących pośrednictwo przy inwestowaniu na rynku Forex.

LITERATURA

1. Brigham E.F., *Fundamentals of Financial Management*, The Dryden Press, Orlando 1989.
2. *Forex at eye level, a quick guide to currency trading*, Easy forex, 2008, s. 64–70.
3. Galant M., Dolan B., *Forex dla bystrzaków*, Helion, Gliwice 2010.
3. *Report on global foreign exchange market activity in 2010*, Triennial Central Bank Survey Monetary and Economic Department, grudzień 2010.
4. Zabielski K., *Finanse międzynarodowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.

Inne źródła

www.alpari-idc.com,
www.bestonlineforexbrokers.com,
www.etoro.com,
www.instaforex.com,
www.liteforex.org,
www.oanda.com,
www.poradnik-forex.com,
Platforma XTB
Platforma FXCM

STRESZCZENIE

Artykuł porusza zagadnienia związane z rynkiem walutowym i jego dostępnością dla indywidualnych inwestorów. Przedstawiono zagadnienia związane z podziałem rynku finansowego ze względu na przedmiot obrotu, skupiając się na rynku walutowym. Wyróżniono dolara amerykańskiego jako podstawową walutę obowiązującą na rynku Forex oraz zagadnienia związane z brokerami oferującymi swoje usługi. Wskazano, w jaki sposób rynek Forex może być wykorzystany do spekulacji oraz hedgingu. W artykule wykorzystano literaturę z zakresu rynków finansowych, dane pozyskane z wybranych instytucji finansowych oraz studium przypadku – rzeczywiste notowania wybranych instrumentów rynku forex.

SUMMARY

The article deals with issues related to the foreign exchange market and its accessibility for individual investors. The issues presented were connected to the classification of financial market on the basis of the object of trade, with a special emphasis on the foreign exchange market. The US Dollar was highlighted as the basic currency applicable to the Forex market. The questions concerning brokers and brokerage services have also been studied. Finally, the role of the Forex market for the purposes of speculation and hedging was analysed. The following materials were used for this article: literature on financial markets, data obtained from selected financial institutions and a case study concerning real quotations of selected foreign exchange market instruments.

IRENEUSZ GAŁUSZKA

Opodatkowanie zysków kapitałowych w perspektywie międzynarodowej

Wprowadzenie

Procesy integracyjne są częścią składową współczesnej gospodarki światowej. Rynek europejski, amerykański czy azjatycki ulega internacjonalizacji, czyniąc z poszczególnych regionów jeden, spójny twór ekonomiczny o wspólnych komponentach klimatu inwestycyjnego. Znamienną cechą współczesnych procesów inwestycyjnych są zmieniające się uwarunkowania prowadzenia działalności gospodarczej. Postępujące procesy integracyjne oraz konkurencja sprawiają, że rachunek opłacalności jest wypadkową czynników podyktowanych przez presję dostosowania się do warunków międzynarodowej gry rynkowej. Prowadzenie działalności gospodarczej w coraz większym stopniu przybiera charakter międzynarodowy, konsekwencją czego jest mobilność kapitału. Rynki stają się bardziej zintegrowane, przedsiębiorstwa w coraz większym stopniu działają w skali międzynarodowej, a kapitał lokowany jest w krajach o najwyższej stopie zyskowności.

Procesom tym wychodzi naprzeciw polityka Unii Europejskiej, poprzez rozwój rynku wewnętrznego, centralizację polityki monetarnej, koordynację polityki ekonomicznej, podporządkowując tym wytycznym prawodawstwo wewnętrzne ugrupowania.

1. Wspólna jednolita podstawa opodatkowania w podatku dochodowym od osób prawnych (CCCTB)

Gospodarcze scalanie się gospodarek poprzez procesy integracyjne, bynajmniej nie eliminuje konkurencji podatkowej między poszczególnymi krajami w kreowaniu coraz bardziej przychylnych warunków do alokacji kapitału.

Rynek kapitałowy nie tylko prowokuje do przeprowadzania reform podatkowych w ramach narodowych systemów podatkowych, ale przede wszystkim wymusza reakcję ze strony Unii Europejskiej.

Problem koordynacji polityki podatkowej w Unii Europejskiej ma już swoją historię. Wstępną interwencję prawną w zakresie swobodnego przepływu kapitału pomiędzy państwami członkowskimi podjęto w 1962r., kiedy to Rada Ministrów Finansów poleciła Komisji powołanie grupy ekspertów, którzy ocenić mieli wpływ zróżnicowanego opodatkowania na transakcje kapitałowe. Powołano wówczas Komitet pod przewodnictwem Fritza Nuemarka, który przedstawić miał raport odnośnie harmonizacji opodatkowania w ramach Wspólnoty Europejskiej. W wyniku przeprowadzonej oceny ówczesnej sytuacji Komitet Nuemarka polecił podjęcie odpowiednich środków w celu ujednoczenia (koordynacji) systemów podatkowych w trzech fazach. Pierwsza dotyczyła zharmonizowania różnic w podatkach obrotowych, podjęcie działań w kierunku zapobiegania dyskryminacji pod względem fiskalnym dywidend i płatności odsetek oraz zreformowanie umów o podwójnym opodatkowaniu. Druga faza dotyczyła zharmonizowania podatków dochodowych od osób fizycznych i prawnych, w trzeciej fazie zalecano przyjęcie środków w celu współpracy narodowych administracji podatkowych¹. Inne, niestety bezskuteczne, próby w kierunku zapobiegania fiskalnej dyskryminacji w zakresie przepływu kapitału podjęto w 1967 r., natomiast w 1975 r. Komisja przedstawiła projekt Dyrektywy dotyczącej ujednoczenia opodatkowania podatkiem dochodowym od osób prawnych opodatkowania u źródła dywidend.²

W 1975 roku Komisja Europejska zaproponowała minimalną i maksymalną stawkę podatku dochodowego od osób prawnych, które to miały obowiązywać w ramach Wspólnoty. Pomysł ten nie znalazł powszechnej aprobaty, bowiem wprowadzenie takiego rozwiązania nie ma większego znaczenia bez wspólnych rozwiązań, co do kształtowania wspólnej jednolitej podstawy opodatkowania. W 1988 roku Unia zaproponowała harmonizację podstawy opodatkowania w podatku od osób prawnych, z kolei w 1992 roku w ramach Raportu Rudinga sugerowano wprowadzenie wspólnych rozwiązań, dotyczących całej Unii w obu kwestiach, tj. harmonizacji stawki podatku od przedsiębiorstw jak i podstawy opodatkowania. Raport Rudinga wskazał kierunek zmian jakie powinno się przyjąć w celu zharmonizowania opodatkowania dochodów osób prawnych w ramach Unii. Zalecenia dotyczące podatku dochodowego od osób prawnych zostały podzielone na dwie kategorie³.

¹ A.J. Rädler, *Corporation taxation in the Common Market*, 11 Guides to European Taxation 1970, EEC Commission, Sixth General Report 1962.

² D.J. Mitchell, "Corporate Tax: America Is Falling Behind", *Tax & Budget* 2007, nr. 48.

³ *Company Taxation in the internal market*, Commission Staff Working Paper, European Commission, Office for Official Publication, Luxemburg 2002, s. 81–82, *Tax co-ordination*, Working Paper, European Parliament, ECON 128 EN, s. 23.

Pierwsza dotyczyła wyeliminowania podwójnego opodatkowania dochodów przekazywanych pomiędzy państwami członkowskimi poprzez:

- objęcie dyrektywą o fuzjach i dyrektywą o spółkach zależnych wszystkich osób prawnych przy jednoczesnym obniżeniu 25 proc. progu udziału spółki-matki w kapitale spółki-córki,
- przyjęcie dyrektywy o zaniechaniu poboru podatku u źródła od odsetek i należności licencyjnych, przekazywanych przez przedsiębiorstwa w ramach wspólnoty,
- przyjęcie dyrektywy o pokrywaniu strat zakładów i spółek-córek.

Druuga kategoria dotyczyła ujednoczenia konstrukcji systemów podatkowych osób prawnych w poszczególnych państwach członkowskich w zakresie:

- odliczania od dochodu składek na ubezpieczenie społeczne,
- podziału kosztów centrali koncernu,
- zasad pokrywania strat,
- zmniejszenia różnic między bilansem handlowym i podatkowym,
- stawek podatku dochodowego.

W zakresie wysokości podatku dochodowego od osób prawnych zalecano stosowanie stawki minimalnej na poziomie nie niższym niż 30 proc. i stawki maksymalnej nie wyższej niż 40 proc.

W 2006 r. podjęto w ramach struktur unijnych dyskusję w sprawie działań przeciwko konkurencji podatkowej, podkreślając zarówno fakt techniczny jak i polityczny. Z jednej strony wskazywano na utrudnienia, na które natrafia przedsiębiorca wykraczający swą aktywnością gospodarczą poza granice kraju, z drugiej podkreślano cele strategii Lizbońskiej, których realizację uzależnia się m.in. od właściwie realizowanej polityki podatkowej szczególnie dotyczącej kapitału. Systemy podatkowe przyczynić się zatem mają do urzeczywistnienia wspólnego rynku oraz poprawy konkurencyjności europejskich przedsiębiorstw na rynkach światowych.

Obecnie Unię tworzy 27 państw. Jest to równoznaczne z 27 zróżnicowanymi systemami podatkowymi, co z kolei generuje cały szereg utrudnień i kosztów administracyjnych, a to może skutecznie zniechęcać potencjalnych inwestorów. Aby zatem Unia mogła skutecznie oprzeć się konkurencji międzynarodowej zwłaszcza ze strony USA, Japonii, Chin, Rosji czy Indii priorytetową kwestią jest uproszczenie rozwiązań legislacyjnych poprzez większy stopień koordynacji podejmowanych działań, aby można było rynek unijny uznać jako jeden obszar ekonomiczny o spójnych i przejrzystych zasadach, również w obszarze opodatkowania.

Komisja Europejska w 2007 roku podjęła decyzję o wprowadzeniu w życie strategii, która miała na celu usunięcie przeszkód natury podatkowej, co w konsekwencji miało wpłynąć na poprawę sytuacji na rynku pracy i wprowadzić Unię na ścieżkę stabilnego wzrostu gospodarczego. Strategia ta jest dwukierunkowa, z jednej strony zawiera wytyczne co do średnio- i długoter-

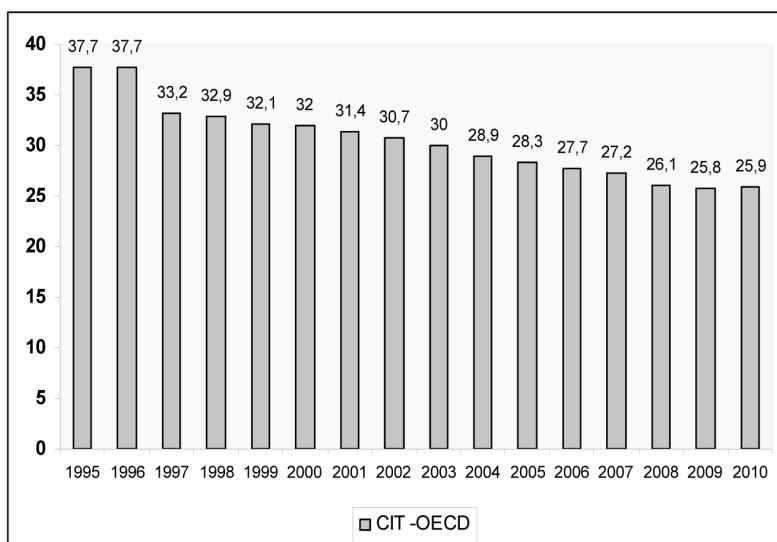
minowych rozwiązań w szczególności konsolidacji podstawy opodatkowania w podatku dochodowym od osób prawnych (CCCTB), z drugiej wymienia instrumenty krótkoterminowe.

Rozwiązanie w zakresie wspólnej podstawy opodatkowania w podatku od osób prawnych powinno wyeliminować jednocześnie szereg problemów na gruncie prawa podatkowego, na które napotykają firmy działające na terytorium więcej niż jednego państwa Unii. Przyjęcie jednolitych zasad w zakresie kształtowania się wspólnej jednolitej podstawy opodatkowania powinno przynieść konkretne efekty w redukcji kosztów administracyjnych, poprzez wyeliminowanie różnorodności zasad obowiązujących w wewnętrznych ustawodawstwach poszczególnych państw Unii. Pozytywnego rozwiązania należałoby także oczekiwać w zakresie przerzucania dochodu, co wyeliminowałoby w tym względzie szereg niejasności i nieprawidłowości. Przerzucanie dochodu prowadzi do manipulacji w postaci np. przetrzymywania zysków, tak aby zyski podlegały w maksymalnym stopniu przepisom kraju o niskich podatkach. Władze podatkowe, aby przeciwdziałać tego typu praktykom mogą ustalić cenę za pomocą: 1) metody kosztów zwiększonych o zysk, 2) metody ceny nałożonej na ostatecznego odbiorcę, 3) metody ceny odsprzedaży.

Inny aspekt polityki podatkowej, który również wymaga konsolidacji rozwiązań to kwestia opodatkowania zysków kapitałowych oraz rozliczania strat. Można przyjąć tezę, że uregulowanie powyższych kwestii na gruncie prawa wspólnotowego wyznaczy właściwy kierunek harmonizacji prawa podatkowego w ramach Unii.

2. Zasady wspólnej polityki podatkowej Unii Europejskiej w zakresie podatku dochodowego od osób prawnych i od zysków kapitałowych

W ciągu ostatnich lat w państwach Unii Europejskiej, ale również w wielu innych gospodarkach na świecie obserwuje się trend w kierunku obniżania stawek w podatku dochodowym od osób prawnych. Obserwując przebieg tego procesu w ramach ugrupowania jakim jest OECD, które skupia większość państw UE zauważyć można wyraźną tendencję spadkową przeciętnej stawki podatku dochodowego od osób prawnych. Od 1995 roku średnia stawka w CIT uległa obniżeniu z 38 procent do 25,9 procent w 2010 roku (por. wykres 1), co czyni pod względem wysokości stawek w podatku dochodowym od osób prawnych Unię Europejską stosunkowo atrakcyjnym obszarem inwestycyjnym. Trwający od kilku lat trend obejmuje także państwa spoza Europy, takie jak na przykład Australia czy Singapur.



Wykres 1. Wysokość stawek podatkowych w podatku CIT w krajach OECD w latach 1995–2010 w (%).

Źródło: KPMG's Corporate Tax Rate Survey. An international analysis of corporate tax rate from 1993–2007, 2008, KPMG's Corporate Tax and Indirect Tax survey 2010.

Z jednej strony konkurencja podatkowa, z drugiej procesy globalizacji dyktują obecnie warunki alokacji kapitału, kreując w ten sposób coraz dogodniejsze fiskalne warunki inwestycji. Wydaje się, że poza tym ogólnosiwiatowym trendem są Stany Zjednoczone, które nie ulegają presji konkurencji podatkowej ani procesom globalizacji⁴. Stawki podatku dochodowego od osób prawnych w USA należą do najwyższych na świecie (obecnie tylko Japonia ma wyższe stawki w CIT) – por. tabela 1.

Sytuacja wydaje się dość enigmatyczna, gdyż Stany Zjednoczone były uważane za lidera reform podatkowych. W okresie prezydentury R. Reagana USA obniżyły stawkę z 46 do 34 procent poprawiając zdecydowanie pozycję konkurencyjną USA, jednak w 1993 roku stawka federalna została podniesiona do 35 procent, natomiast w połączeniu ze stawką stanową średnia stawka w podatku dochodowym od osób prawnych kształtuje się na poziomie 40 procent. Generalnie Stany Zjednoczone postrzegają Unię Europejską jako administracyjny twór ekonomiczny o rygorystycznych i fiskalnych rozwiązaniach, niezdolny ze względu na politykę społeczno-socjalną do działań zmniejszających ciężary podatkowe. Co więcej, zdaniem polityków i ekonomistów

⁴ D.J. Mitchell, "Corporate Tax: America Is Falling Behind", Tax & Budget 2007, nr 48.

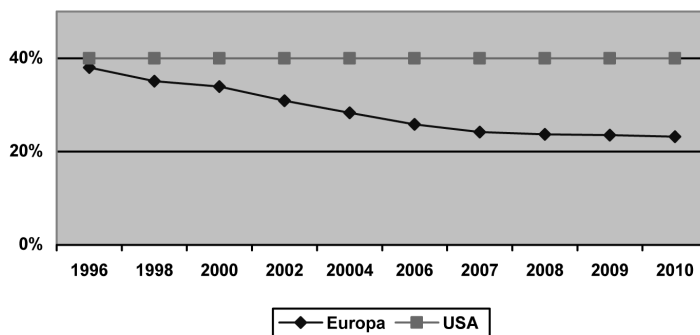
Tabela 1. Stawki podatku dochodowego od osób prawnych w Stanach Zjednoczonych w 2010 r.

Dochód podlegający opodatkowaniu (w \$)	Stawka podatku
0 do 50,000	15%
50,000 do 75,000	7,500\$ + 25%
75,000 do 100,000	13,750\$ + 34%
100,000 do 335,000	22,250\$ + 39%
335,000 do 10,000,000	113,900\$ + 34%
10,000,000 do 15,000,000	3,400,000\$ + 35%
15,000,000 do 18,333,333	5,150,000\$ + 38%
powyżej 18,333,333	35%

Źródło: D.J. Mitchell, *Corporate Taxes: America is falling behind*, Bulletin Tax and Budget, No. 48, 2007; 2011 Instructions for Form 1120, US Corporation Income Tax Return, Department of Treasury Service, s. 16.

amerykańskich poprzez zbiurokratyzowane struktury decyzyjne Unia dąży za wszelką cenę do zharmonizowania stawek w podatku dochodowym od osób prawnych na stosunkowo wysokim poziomie, co według Amerykanów jest pochodną nieefektywnego opodatkowania oraz nieefektywnego wydatkowania środków publicznych. Istotnie, poziom wydatków publicznych w USA wynosi 35,7% PKB dla porównania w krajach UE-15 to już 47,6% PKB.

W zakresie opodatkowania przedsiębiorstw, jak i generowanych przez nie zysków Unia okazała się jednak bardziej elastyczna i świadoma konsekwencji konkurencji podatkowej – por. wykres 2.



Wykres 2. Różnice w stawce podatku dochodowego od osób prawnych między USA a Unią Europejską w latach 1996–2010.

Źródło: D.J. Mitchell, (2007), *Corporate Tax: America Is Falling Behind*. "Tax & Budget" No. 48, July, KPMG's Corporate Tax and Indirect Tax survey 2010.

W przypadku zysków kapitałowych sytuacja między Europą, Singapurem, Japonią, Hong Kongiem a Stanami Zjednoczonymi kształtuje się podobnie. Stawka z tytułu zysków kapitałowych kształtuje się na poziomie od 10 do 35 procent, podczas gdy w krajach europejskich stawka ta oscyluje zdecydowanie poniżej 20 procent. Przykładowo w Holandii i Włoszech dywidendy opodatkowane są stawką 12,5%, a są i takie państwa, w których dywidendy wyłączone są z opodatkowania jak np. Hong Kong. Dysproporcje te widoczne są szczególnie, gdy porówna się efektywne stawki podatkowe z tytułu opodatkowania kapitału – por. tabela 2.

Tabela 2. Efektywne stawki podatkowe z tytułu opodatkowania kapitału w 2006 roku – porównanie międzynarodowe.

USA	38,0%	Australia	23,6%	Szwajcaria	16,5%
Kanada	36,6%	Włochy	23,2%	Dania	15,4%
Japonia	32,2%	Finlandia	23,0%	Irlandia	14,0%
Francja	32,1%	Norwegia	22,3%	Portugalia	13,8%
Korea	31,5%	Holandia	20,6%	Singapur*	11,5%
Hiszpania	30,2%	Luksemburg	20,5%	Hong Kong	6,1%
Wielka Brytania	28,5%	Grecja	20,1%	Belgia	-4,4%
Islandia	25,7%	Austria	19,2%		
Nowa Zelandia	25,4%	Szwecja	17,8%		

Źródło: J. Mintz, *The 2006 Tax Competitiveness Report: Proposals for Pro-Growth Tax Reform*, C.D. Howe Institute, 2006.

Ponieważ operowanie samą stawką jest niewystarczające, Komisja Europejska w 2006 roku wskazała na wytyczne, których realizacja powinna przyczynić się do poprawy konkurencyjności firm, działających na terytorium Unii. Realizacja postulatów koordynacji systemów podatkowych w praktyce powinna oznaczać:

- zniesienie dyskryminacji i podwójnego opodatkowania,
- zapobieganie przypadkom niezamierzonego braku opodatkowania i nadużyciom, oraz
- redukcję kosztów przestrzegania przepisów związanych z respektowaniem zasad obowiązujących w określonym państwie członkowskim.

Zniesienie dyskryminacji podatkowej stanowi fundamentalną zasadę prawa unijnego. W myśl zapisów traktatowych zakłada się, że państwa człon-

kowskie zgodzą się na zniesienie wszelkich barier, harmonizację zasad, zbliżenie prawa i struktury podatkowej, wzmocnienie współpracy monetarnej i podjęcie dodatkowych środków, mających na celu zachęcenie europejskich firm do współpracy⁵. Jedną z zasadniczych przeszkód, które w znaczącym stopniu mogą utrudnić realizację rynku wewnętrznego przez stronę polską, a zarazem elementem warunkującym członkostwo w Unii jest likwidacja barier o charakterze podatkowym⁶.

Swobodny przepływ towarów mógłby zostać zakłócony poprzez dyskryminację podatkową zagranicznych towarów, dlatego też Traktat o Wspólnocie Europejskiej (artykuł 95 Traktatu o WE) zawiera bezpośredni zakaz nakładania na towary, pochodzące z innych państw członkowskich bezpośrednich lub pośrednich podatków wewnętrznych, wyższych niż te, które są nakładane bezpośrednio lub pośrednio na odpowiednie towary krajowe. Racje podatkowe poszczególnych państw mogą także utrudniać swobodę przepływu usług, prowadzenia działalności gospodarczej oraz przepływu płatności i kapitału.

Zniesienie podwójnego opodatkowania na wspólnym rynku wynika z artykułu 293 Traktatu WE. Międzynarodowe podwójne opodatkowanie jest główną przeszkodą w podejmowaniu transgranicznej działalności i dokonywaniu inwestycji w państwach Unii Europejskiej.

W praktyce okazuje się jednak, że w prawodawstwach państw członkowskich istnieje szereg przepisów sprzecznych z Traktatem, dotyczących opodatkowania dochodu (jak np. podatek od niezrealizowanych zysków kapitałowych pobierany w przypadku zmiany miejsca zamieszkania lub siedziby podatnika), dywidend (np. tzw. podatek pobierany u źródła), opodatkowania grup przedsiębiorców (jak np. brak możliwości odliczania strat poniesionych za granicą), filii przedsiębiorstw oraz przepisów zapobiegających unikaniu opodatkowania.

W myśl zaleceń Komisji Europejskiej brak koordynacji polityki podatkowej w ramach UE prowadzi także do niezamierzonego braku opodatkowania i sprzyja nadużyciom, a to z kolei narusza zasady wspólnego rynku, które postulują sprawiedliwość i równowagę systemów podatkowych. Zagadnienia z tego obszaru stanowiąc mają najistotniejszy element działań podejmowanych przez Komisję w kierunku koordynacji przepisów państw członkowskich.

Zmiany w zakresie koordynacji polityki podatkowej w odniesieniu do podatku dochodowego od osób prawnych mają dotyczyć w szczególności dwóch obszarów: pierwszy odnosi się do niezrealizowanych zysków kapitałowych, pobieranych w przypadku zmiany miejsca zamieszkania lub siedziby przez podatnika, drugi dotyczy odliczania strat poniesionych za granicą przez spółki i grupy spółek.

⁵ M. Rumiński, *Wolność przepływu kapitału we Wspólnocie Europejskiej*, Wydawnictwo INFOR, Warszawa 2000, s. 22.

⁶ Artykuły od 7 do 12 Układu Europejskiego nakazują zniesienie podatków i cel oraz opłat o podobnym charakterze przy wymianie pomiędzy państwami członkowskimi.

3. Wpływ opodatkowania zysków kapitałowych na oszczędności i inwestycje

Ustawodawcy opodatkowując dochody kapitałowe zasłaniają się najczęściej sprawiedliwością, zarówno poziomą jak i pionową. Poza tym istnieje cienka granica pomiędzy opodatkowaniem zysków kapitałowych a opodatkowaniem faktycznej pracy jak np. samozatrudnienie czy mikro i małe przedsiębiorstwa. Aby zatem uniknąć osądów w kwestii sprawiedliwości, podatek obejmuje przeróżne źródła generowania dochodów, w tym zyski kapitałowe. W wielu regulacjach opodatkowanie dochodów z pracy i zysków kapitałowych jest na podobnym poziomie. Należy jednak podkreślić, że opodatkowanie zysków kapitałowych ma zdecydowanie większy wpływ na rynek finansowy. Przy podobnych stawkach podatkowych różnica w opodatkowaniu zarysowuje się przy określaniu podstawy opodatkowania, która określi faktyczny ciężar podatkowy w postaci efektywnej stawki podatkowej. Problem ten koncentruje się w szczególności wokół rozmiaru i kompozycji dwóch źródeł opodatkowania podatkiem od zysków kapitałowych: oszczędności i inwestycji⁷.

Dla podmiotów indywidualnych oszczędzanie stanowi z jednej strony możliwość pomnażania swoich kapitałów, z drugiej jest parawanem ochronnym na wypadek zdarzeń losowych, ale także odroczonej w czasie inwestycji jak kupno nieruchomości bądź edukacja dzieci. Oszczędności osób fizycznych mają także charakter wspomagający system ubezpieczenia społecznego, który nie jest w stanie w sposób optymalny i wystarczający zapewnić świadczeń na godnym poziomie. Wizja przyszłej emerytury w coraz większym stopniu zaczyna się opierać na poziomie aktywów pieniężnych, zgromadzonych w trakcie aktywności zawodowej, niż na systemie zabezpieczenia społecznego. Stąd też brak optymalnej polityki podatkowej w stosunku do tej kategorii dochodów może mieć bardzo brzemiennie skutki ekonomiczne.

Podatek obciążający zyski kapitałowe obniża wartość netto zysku z lokaty oszczędności, co zniekształca decyzje inwestycyjne gospodarstw domowych. W szczególności niższa stawka stopy zwrotu ma decydujący wpływ na decyzje inwestycyjne, w których lokatę o niskiej stopie zwrotu traktuje się jako „rezerwę” w stosunku do bieżących i przyszłych potrzeb konsumpcyjnych. W hierarchii wyższą rangę gospodarstwo przypisze wydatkom konsumpcyjnym i to one będą miały pierwszeństwo gdyż niski zysk netto z oszczędności w perspektywie czasu podwyższa cenę dóbr i usług zaplanowanych do realizacji w przyszłości. Rozważając problem opodatkowania oszczędności kluczową rolę należy przypisać efektywnej stawce podatkowej. Niska stawka będzie miała niekorzystny wpływ na poziom dobrobytu, poprzez obniżanie bieżącej wartości przyszłych dochodów oraz skłaniać będzie w kierunku zwiększonej konsumpcji zarówno na bieżąco, jak i w przyszłości.

⁷ J. Gorter, R. de Mooij, *Capital income taxation in Europe*, www.eu.europa, 2008, s. 21.

W konsekwencji, w przypadku opodatkowania oszczędności – zwłaszcza wysokim podatkiem – może to przynieść całkowicie niezamierzone efekty, nie tylko dla budżetu z uwagi na niezrealizowane dochody podatkowe, ale także dla całej gospodarki danego kraju. Należy wskazać tu na zależność wynikającą z krzywej Laffera, a mianowicie wysokie stawki podatkowe nie zawsze gwarantują wyższe dochody podatkowe. Pomiędzy 1982 a 1999 rokiem średnia światowa stawka w podatku dochodowym od osób prawnych spadła z 46 do 33 procent, podczas gdy dochody podatkowe z tego tytułu wzrosły z 2,1 do 2,4 procent w ramach narodowych systemów budżetowych⁸.

W literaturze przedmiotu trudno znaleźć jednoznaczne stanowisko w oszacowaniu relacji między opodatkowaniem zysków z tytułu oszczędności, a konsekwencjami i efektami z tym wiążącymi się. Z jednej strony można spotkać się z poglądem, że wyższa stopa zwrotu z inwestycji nie będzie miała wpływu na poziom oszczędności, z drugiej strony wskazuje się na umiarkowane, łagodne oddziaływanie stawki podatkowej na poziom oszczędności.

Z pewnością stawki podatkowe będą miały wpływ na kompozycję portfela inwestycyjnego gospodarstw domowych. Względne opodatkowanie różnych źródeł dochodu bardziej niż bezwzględny poziom opodatkowania będzie odgrywał w tej kwestii kluczową rolę. Przykładowo preferencyjne traktowanie oszczędności, związanych z systemem emerytalnym skłoni gospodarstwa domowe w pierwszej kolejności do tego typu formy oszczędzania. Jeżeli ustawodawca ulgą podatkową obejmie inwestycje w obligacje skarbu państwa, a to w konsekwencji obniży nominalną stawkę podatkową również należy oczekiwać większego zainteresowania tego typu inwestycjami.

Konsekwencje opodatkowania oszczędności można także rozpatrywać w układzie zależności, jak nadwyżka budżetowa kontra prywatne oszczędności, a także wysokości stawki podatkowej kontra spadek poziomu oszczędności.

W opinii polityków można spotkać tezę, że zredukowanie bądź wręcz likwidacja stawki podatkowej w stosunku do oszczędności najprawdopodobniej pociągnie za sobą ograniczenie „oszczędności rządowych”, co w konsekwencji może spowodować spowolnienie wzrostu gospodarczego. Z politycznego punktu widzenia nadwyżka budżetowa osiągnięta m.in. dzięki dochodom z opodatkowania zysków kapitałowych, w tym oszczędności jest w tym układzie bardziej usprawiedliwiana ze względu na bezpieczeństwo finansów publicznych, niż obniżanie stawek podatkowych. W rzeczywistości osiągnięta nadwyżka nie ma w zasadzie wpływu ani na poziom oszczędności rządowych ani inwestycje. Podatki nakładane w celu kreacji bieżącej nadwyżki wpływają niekorzystnie na oszczędności gospodarstw domowych, a także zniechęcają do inwestycji. Ustawodawca nie powinien oszczędzać w imieniu obywateli dążąc do osiągnięcia wyniku ekonomicznego w postaci nadwyżki

⁸ World Bank and PricewaterhouseCoopers: *Playing Taxes – The Global Picture*, World Bank 2006, s. 6.

budżetowej. Zamiast tego należałoby rozpatrzyć ograniczenie barier podatkowych, które karają za inicjatywę w postaci realizowanych inwestycji czy prywatnych oszczędności.

Druga zależność jest bardziej oczywista. Należy podkreślić, iż sektor prywatny i rządowy w kwestii opodatkowania mają przeciwstawne argumenty. Z jednej strony wyższe obciążenia podatkowe mogą przyczynić się do zredukowania deficytu budżetowego, z drugiej skutecznie osłabiają proces inwestycyjny. Na początku lat 80-tych w USA znacząco podniesiono stawki podatkowe obciążające wynagrodzenia z 12,26% w 1980 r. do 13,4% w 1983 r. i 15,2% w 1990 r. Ubezpieczeniem zdrowotnym objęto wszystkie rodzaje dochodów z tytułu wykonywanej pracy, a w przypadku rocznej podstawy do ubezpieczenia emerytalnego, jak i z tytułu niezdolności do prac roczna podstawa była corocznie podwyższana (w 1980 r. wynosiła ona 25 900\$, w 1990 r. było to 51 300\$, a w 2001 r. 80 400\$).⁹ W zakresie opodatkowania dochodów wprowadzono progresywną stawkę podatkową, przy czym w latach 1990–1993 stawki te wzrastały w sposób bardzo dynamiczny (por. tabela 3). W konsekwencji udział dochodów podatkowych wzrósł średnio z poziomu 17,5% PKB w połowie lat 80 tych do ponad 20 % PKB w 2000 r.

Tabela 3. Stawki w podatku dochodowym od osób fizycznych w latach 1971–2008 w USA.

	Ilość progów podatkowych	Minimalna stawka podatkowa	Marginalna stawka podatkowa
1971–1981	15	14%	70%
1982–1986	12	12%	50%
1987	5	11%	38,5%
1988–1990	3	15%	33%
1991–1992	3	15%	31%
1993–2000	5	15%	39,6%
2001	5	15%	39,1%
2002	6	10%	38,6%
2003–2008	6	10%	35%

Źródło: *Tax Law Changes for Individuals*. Internal Revenue Service. US Department Of Treasury (www.irs.gov/formspubs/article).

⁹ W 2007 r. podstawa ta wyniosła 97 500 \$.

Z kolei deficyt budżetowy zamienił się w nadwyżkę budżetową. Niestety poziom oszczędności rządowych nie przyrastał w tak dynamicznym tempie, jak by tego oczekiwano. Sytuacja ta była przede wszystkim spowodowana spadkiem oszczędności gospodarstw domowych, jak i podmiotów gospodarczych.

Obecnie w większości krajów OECD mamy do czynienia albo ze stopniowym spadkiem obciążeń podatkowych bądź ich bardzo nieznacznym wzrostem (por. tabela 4). W przypadków Stanów Zjednoczonych ostatnia dekada to zarówno stopniowy spadek, jak i wzrost obciążeń podatkowych, jednak jest to dość specyficzny system podatkowy, respektujący dużą integralność rozwiązań stanowych. Co więcej, niektóre stany w USA jak: Delaware, Floryda, Nevada i Wyoming zyskały miano największych rajów podatkowych na świecie.

Tabela 4. Udział podatków dochodowych oraz podatków od zysków kapitałowych jako proc. PKB w latach 1975–2005.

	1975	1985	1990	1995	2000	2003	2004	2005
Kanada	15,1	14,4	17,4	16,5	17,8	15,2	15,6	16,0
Meksyk		3,8	4,7	4,1	5,0	5,0	4,7	4,8
USA	11,8	11,6	12,6	12,8	15,1	11,1	11,1	12,5
Australia	14,5	15,4	16,3	15,9	18,1	17,4	18,2	–
Japonia	9,3	12,5	14,6	10,3	9,4	7,9	8,5	–
Korea	3,7	4,3	6,5	6,2	6,8	7,1	6,9	7,5
Nowa Zelandia	19,0	21,6	22,3	22,4	20,1	20,5	21,7	22,6
Austria	9,6	10,8	10,1	10,9	12,2	12,7	12,5	12,0
Belgia	15,8	18,2	15,8	16,9	17,6	17,4	17,4	17,8
Czechy				9,4	8,2	9,5	9,7	9,4
Dania	23,2	26,6	28,0	30,1	29,8	28,6	29,5	30,1
Finlandia	15,9	16,3	17,2	16,5	20,6	17,3	17,1	17,0
Francja	5,6	6,8	6,8	7,0	11,1	10,0	10,1	10,4
Niemcy	12,1	12,9	11,6	11,3	11,2	9,7	9,5	9,8
Grecja	2,8	4,9	5,7	7,0	10,2	8,2	8,2	–
Węgry				8,8	9,4	9,4	9,0	8,9
Islandia	6,8	6,4	9,2	10,7	15,5	17,0	17,0	19,3
Włochy	5,4	12,4	13,8	14,2	14,0	12,9	12,9	12,9
Luksemburg	14,1	17,0	14,0	14,6	14,1	13,9	12,6	12,7
Holandia	13,8	10,8	13,3	10,6	10,0	9,4	9,2	–

Tabela 4. cd.

	1975	1985	1990	1995	2000	2003	2004	2005
Norwegia	13,5	17,1	14,6	14,4	19,2	18,6	20,3	22,2
Polska				11,3	9,9	6,2	6,1	–
Portugalia	3,4	6,5	7,1	8,1	9,6	8,5	8,3	–
Słowacja					7,1	6,8	5,7	5,3
Hiszpania	4,1	7,1	10,0	9,4	9,7	9,7	9,8	10,6
Szwecja	21,0	20,2	22,0	18,9	21,5	18,2	19,0	19,5
Szwajcaria	11,7	12,0	12,1	12,0	13,4	12,6	12,7	13,4
Turcja	6,8	5,7	6,7	9,5	7,8	7,8	6,9	7,0
Wielka Brytania	15,8	14,6	14,3	12,8	14,6	13,0	13,2	14,3
Irlandia	8,6	12,0	12,2	12,7	13,2	11,3	11,8	11,7
OECD ogółem	11,3	12,4	13,0	12,5	13,5	12,4	12,5	–
OECD – Ameryka	13,4	9,9	11,6	11,2	12,7	10,4	10,4	11,1
OECD – rejon Pacyfiku	11,6	13,5	14,9	13,7	132,6	13,3	13,8	–
OECD – Europa	11,1	12,5	12,9	12,5	13,5	12,6	12,5	–
OECD – EU 19	11,4	13,1	13,4	12,8	13,4	12,3	12,2	–
OECD – EU 15	11,4	13,1	13,4	13,4	14,6	13,4	13,4	–

Źródło: OECD Guideline, Tax burdens: alternative measures, Paris.

Jeżeli chodzi o wpływ obciążeń podatkowych na inwestycje, to w dużym stopniu proces inwestycyjny jest pochodną wysokości obciążeń podatkowych w pierwszej kolejności, wynikających ze stawki podatku od osób prawnych. Przede wszystkim stawka podatku dochodowego od osób prawnych zmniejsza stopę netto zwrotu z inwestycji, powodując że firmy inwestują znacznie mniej niż by mogły. Zwolennicy „optymistycznego” podejścia wskazują na nieznaczny wpływ wysokości stawki podatku dochodowego od osób prawnych ze względu na możliwości dokonywanych odliczeń, jak chociażby wysokość odsetek z tytułu korzystania z kredytów czy pożyczek, przez co osiągnąć jest tzw. efekt tarczy podatkowej. Działanie takie w konsekwencji zmniejsza wysokość obciążenia podatkiem dochodowym od osób prawnych, przez co stopa zwrotu z inwestycji nie powinna zniekształcać decyzji inwestycyjnych.

Poza marginalną stawką podatkową istotne znaczenie ma także średnie obciążenie przedsiębiorstwa ciężarem podatkowym, które także może przyczynić się do osłabienia bodźców inwestycyjnych. W szczególności chodzi o uzależnienie firm od niedoskonałości rynku finansowego, na którym może

dochodzić do pojawienia się asymetrycznych informacji między kredytobiorcami, a kredytodawcami w zakresie projektów inwestycyjnych o wysokim ryzyku. Niższa stawka podatku dochodowego od osób prawnych powinna złagodzić powstające ograniczenia płynące z rynku i umożliwić pozyskanie nowych źródeł finansowania.

Innym obszarem oddziaływania podatku dochodowego od osób prawnych na inwestycje jest podział konsekwencji z tytułu ryzyka i niepewności inwestycji. Z jednej strony mamy do czynienia z opodatkowaniem zysków kapitałowych w postaci m.in. akcji, dywidend i odsetek z drugiej państwo poprzez możliwość odliczania strat (zarówno w przód jak i wstecz) ponosi częściowo konsekwencje „nietrafionych” inwestycji. Zdaniem Arrowa i Linda tego typu preferencje przewidziane przez ustawodawcę danego kraju mogą przyciągać inwestorów w obszary działalności, które obarczone są zwiększonym ryzykiem inwestycyjnym¹⁰.

Kolejnym obszarem oddziaływania podatku od osób prawnych będzie źródło finansowania inwestycji, co skłaniać będzie inwestorów do wyboru takich opcji, które mają przychylność rozwiązań podatkowych.

Deregulacja, liberalizacja oraz zwiększona mobilność kapitału stworzyły fenomen korporacji międzynarodowych. Od połowy lat dziewięćdziesiątych mamy do czynienia z dynamicznym wzrostem bezpośrednich inwestycji zagranicznych w świecie.

W literaturze przedmiotu wskazuje się na szczególną wrażliwość podatkową tego typu inwestycji w okresie 1984–1992. Kraje, które miały stawki podatkowe wyższe o 10 procent niż średnia w tym względzie otrzymywały o 30 procent mniej amerykańskich inwestycji bezpośrednich. Międzynarodowy Fundusz Walutowy wskazał silną zależność między napływem inwestycji bezpośrednich, a systemem podatkowym podkreślając znaczący wpływ obciążeń podatkowych na mobilność kapitału. Współzależność tą podkreśla także Hines, dla którego lokalizacja inwestycji bezpośrednich, ucieczka kapitału poprzez ceny transferowe, przerzucalność dochodu są pochodną systemu podatkowego¹¹. Sullivan identyfikuje ten problem w kontekście krajów europejskich. W państwach o znaczącym reżimie podatkowym nie dość, że mamy do czynienia ze znikomym napływem inwestycji zagranicznych, ale jeszcze obserwuje się ucieczkę kapitału do państw o przychylnym klimacie inwestycyjnym, którego istotnym komponentem jest system podatkowym – przykładowo Irlandii czy Szwajcarii¹².

¹⁰ K.J. Arrow, R. Lind, *Uncertainty and the Evaluation of Public Investment Decision*, “American Economic Review”, 1970, s. 364–378.

¹¹ J. Hines, *Introduction to International Taxation and Multinational Activity*, University of Chicago Press, 2001.

¹² M. Sullivan, *Data Show Europe’s Tax Havens Sak Up U.S.Capital*, “Tax Notes” nr. 4, 02.2002.

Międzynarodowa konkurencja podatkowa, którą można określić jako rządową strategię przyciągania międzynarodowych inwestycji bezpośrednich, poprzez redukcję ogólnego poziomu obciążeń podatkowych jest efektem presji. Dynamiczny wzrost wymiany handlowej, mobilność kapitału, siły roboczej, galopujący postęp technologiczny spowodowały że większość państw wysoko uprzemysłowionych uległo presji utrzymywania stawek podatkowych w przypadku przedsiębiorstw na „rozsądnym poziomie”, co niestety pociąga za sobą nie tylko degradację państwa, ale przede wszystkim niesprawiedliwość, marnotrawstwo a w pewnym stopniu i destrukcję dotychczasowej polityki społeczno-ekonomicznej¹³.

Ponieważ budżet państwa powinien dążyć do zbilansowania, niższe opodatkowanie przedsiębiorstw zostanie zrekomensowane wyższym opodatkowaniem dochodów z pracy najemnej lub podwyższeniem stawek podatkowych, albo znaczący ograniczeniem przywilejów podatkowych. Z jednej strony Unia Europejska ulega presji międzynarodowej konkurencji podatkowej, z drugiej poprzez próbę harmonizacji systemów podatkowych podejmuje próby przeciwdziałania skutkom zarówno globalizacji, jak i konkurencji podatkowej w opodatkowaniu przedsiębiorstw.

Zakończenie

Procesy globalizacji oraz liberalizacji wymuszają zmiany w zakresie prawa podatkowego. Zmiana w systemie podatkowym oznacza zmianę dotychczasowej polityki gospodarczej, a przede wszystkim socjalnej, tak charakterystycznej szczególnie dla państw europejskich. Zdecydowany nacisk w dotychczasowych reformach podatkowych w większości ustawodawstwa kładzie się na sprostanie konkurencji międzynarodowej, która wywiera presję na redukcję obciążeń w zakresie opodatkowania przedsiębiorstw jak i generowanych przez nie zysków kapitałowych. Okazuje się, że sektor prywatny często dyktuje rozwiązania legislacyjne dogodne dla siebie, nie biorąc pod uwagę konsekwencji makroekonomicznych, a przede wszystkim społecznych. Stawianie też na gruncie rozważań teoretycznych jest zdecydowanie prostsze niż faktyczna ich realizacja, co więcej przy błędnie postawionej tezie nikt nie poniesie skutków ani ekonomicznych, ani społecznych. W praktyce trudno zachować zasadę, że obniżenie w jednej kategorii podatkowej obciążeń podatkowych nie będzie implikowało podwyższenia ciężarów podatkowych w innych kategoriach. Z kolei rząd ma do wyboru albo poddać się ogólnemu trendowi, albo zachować dotychczasową politykę łącznie z konsekwencjami,

¹³ Ch. Edwards, V. de Rugy, *International Tax Competition. A 21st-Century Restraint on Government*, "Policy Analysis" nr 431, 04.2002.

jak m.in. odpływ kapitału, brak inwestycji, spadek dochodów podatkowych, utrata miejsc pracy, narastające problemy natury społecznej. Unia Europejska poprzez próbę harmonizacji systemów podatkowych próbuje znaleźć wspólny mianownik zarówno dla sfery realnej, jak i socjalnej.

STRESZCZENIE

Opodatkowanie przedsiębiorstw, jak i zysków kapitałowych stanowi integralną część klimatu inwestycyjnego. Kategoria ta wyznacza m.in. poziom aktywności gospodarczej, jest także miernikiem stanu danej gospodarki. Optymalizacja opodatkowania w tym obszarze nie tylko jest siłą napędową dla rozwoju przedsiębiorczości w danym kraju, ale przyciągnąć może inwestycje z zagranicy. Zależność ta stała się szczególną kwestią w procesie harmonizacji, co widoczne jest w stopniowym obniżaniu ciężarów podatkowych na terenie UE, ale i w krajach spoza Unii. W kategorii tej pojawia się silna konkurencja podatkowa, która ma też swoje implikacje w innych tytułach fiskalnych. Celem artykułu jest przedstawienie zakresu opodatkowania zysków kapitałowych podatkiem dochodowym od osób prawnych. Zakres dokonanej analizy obejmuje państwa Unii Europejskiej oraz USA i Japonię, wskazując tym samym na aspekt ekonomiczny opodatkowania zysków kapitałowych w ujęciu międzynarodowym, jak i na poziomie krajowym. W artykule poruszono również problem konkurencji podatkowej jako determinanty wdrażanych zmian w systemach podatkowych poszczególnych państw. Istotnym elementem opracowania jest wskazanie także wpływu rozwiązań fiskalnych ww. zakresie na poziom i charakter oszczędności i inwestycji w poszczególnych państwach. Metoda przyjęta w opracowaniu to analiza przyczynowo-skutkowa oraz analiza porównawcza.

SUMMARY

This article analyses current European proposal to harmonize corporate tax rate and capital gains. It begins, in the course of Section One, by introducing the most ambitious proposal of the Commission in the field of corporate taxation – Common Consolidated Corporate Tax Base. Section Two, global challenges the EU – tax policy and directions of changes as well as in EU but also in the world trend. Section Three, evaluates the impact of capital income taxes on savings and investment.

LITERATURA

1. Arrow K.J., Lind R., *Uncertainty and the Evaluation of Public Investment Decision*, "American Economic Review", 1970.
2. *Company Taxation in the internal market*, Commission Staff Working Paper, European Commission, Office for Official Publication, Luxemburg 2002.
3. Edwards Ch., Ruy V. (2002), *International Tax Competition. A 21st-Century Restraint on Government*, "Policy Analysis" No. 431, 2002.
4. Gorter J., de Mooij R., *Capital income taxation in Europe*, www.eu.europa, 2008 *Tax co-ordination*, Working Paper, European Parliament, ECON 128 EN.
5. Hines J., *Introduction to International Taxation and Multinational Activity*, University of Chicago Press, 2001.
6. International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, October 2004.
7. KPMG's Corporate Tax Rate Survey. An international analysis of corporate tax rate from 1993–2007 www.kpmg.com/pdf.
8. Laszlo K., *Modernising and harmonising European Corporate Tax through a Single Tax Base*, European Tax Summit, 12–14 February 2007, Montreux.
9. Mitchell D. J., "Corporate Tax: America Is Falling Behind", *Tax & Budget* 2007, nr. 48.
10. Mintz J., *The 2006 Tax Competitiveness Report: Proposals for Pro-Growth Tax Reform*, C.D. Howe Institute, 2006.
11. OECD Guideline, *Tax burdens: alternative measures*, Paris.
12. Rädler A. J., *Corporation taxation in the Common Market*, 11 Guides to European Taxation 1970, EEC Commission, Sixth General Report 1962.
13. Rumiński M., *Wolność przepływu kapitału we Wspólnocie Europejskiej*, Wydawnictwo INFOR, Warszawa 2000.
14. Sullivan M., *Data Show Europe's Tax Havens Sak Up U.S.Capital*, "Tax Notes" nr. 4, 02.2002.
15. World Bank and PricewaterhouseCoopers, *„Playnig Taxes: The Global Picture”*, 2006.

JOLANTA GAŁUSZKA

Współczesna architektura systemu podatkowego w warunkach gospodarki rynkowej

Wprowadzenie

W ciągu ostatnich 10–15 lat wyznacznikiem nowej architektury systemów podatkowych stały się: rozwój globalnej gospodarki, prorynkowa polityka gospodarcza, procesy liberalizacji wymiany handlowej, internacjonalizacji procesów gospodarczych, rozwój nowoczesnych technologii, pojawienie się nowych środków komunikacji międzynarodowej. Ogół tych uwarunkowań przyczynia się do redukcji kosztów, przez co produkcja, kapitał i rynki pracy stanowią ściśle zintegrowaną całość z pominięciem granic i podziałów administracyjnych. Powstaje nowa jakość życia o „zmiennej geometrii” obecności i intensywności przejawiania się w różnych częściach globu. Globalizacja jako zjawisko zupełnie nieznanne jeszcze 50 lat temu obecnie poddaje ostrej weryfikacji dotychczasową rolę państwa, wyznaczając nowe funkcje w tym także zmianę struktury systemów podatkowych.

1. Doktrynalne uwarunkowania budowy dobrego systemu podatkowego

Rozwój teorii finansowych, w tym również zagadnień związanych z problematyką podatkową nastąpił na przełomie XVI i XVII wieku. Myśliciele polityczni, jak np. W. Petty, T. Hobbes wyrażali poglądy na kwestie podatkowe w formie nieuporządkowanej teorii¹. Zagadnienia finansowe, zwłaszcza potrzeba poszukiwania nowych źródeł, przynoszących dochody w postaci zysku były postulowane w traktatach z okresu merkantylizmu.

¹ N. Gajl, *Teorie podatkowe w świecie*, PWN, Warszawa 1992, s. 31.

Niewątpliwie zainteresowanie stosunkami gospodarczymi wywołane odkryciami geograficznymi, powstanie nowych struktur państwowych, obejmujących swym zasięgiem znaczne terytorium, a w konsekwencji konieczność poszukiwania nowych form finansowania potrzeb publicznych przyczyniło się do rozwoju systemów opodatkowania.

Kształt współczesnych modeli opodatkowania to m.in. wpływ teorii kameralistycznej, przedstawiciel której Johann-Heinrich Gottlob von Justi ustalił pierwszy katalog zasad², którym powinien odpowiadać dobry i sprawiedliwy system podatkowy. W swych rozważaniach zwrócił uwagę na następujące kwestie: *po pierwsze*, państwo poprzez podatki nie powinno ingerować w działalność prywatną obywateli, *po drugie*, podatki powinny być sprawiedliwe. *Po trzecie*, podatki muszą być pobierane w oparciu o podstawy prawne w formie ustaw. *Po czwarte*, wskazuje na ograniczanie nadmiernej i uciążliwej w swym działaniu administracji, przede wszystkim liczby urzędników. Zasady te w miarę rozwoju życia ekonomicznego oraz zmieniających się warunków społeczno-socjalnych uległy pewnym modyfikacjom, które dokonały swego rodzaju podziału ww. zaleceń, co do reguł opodatkowania.

Zasadniczy wpływ wywarły dwie szkoły – francuska Franciszka Quesnaya, który stworzył koncepcję fizjokratów, oraz angielska Adama Smitha, twórcy ekonomii liberalnej. Myśl fizjokratów sprowadzić można do trzech podstawowych koncepcji:

- *porządku naturalnego*, zgodnie z którym podstawę takiego ustroju stanowi wolność i własność; natomiast ideą wiodącą w podejmowanej działalności gospodarczej jest przede wszystkim interes osobisty;
- *dochodu czystego*, co oznaczać ma sumę dóbr i usług wytworzonych w ciągu roku; taka interpretacja dochodu czystego prowadzi do uznania wyłącznej produktywności ziemi;
- *obiegu dóbr*, co w istocie jest teorią podziału dochodu społecznego.

W doktrynie fizjokratów pojawia się oryginalna koncepcja jednego podatku, który stanowić może jedyne realne źródło pokrycia uzasadnionych wydatków państwa. Fizjokraci wskazywali, że w warunkach ówczesnej Francji zastąpienie skomplikowanego i nieefektywnego systemu podatkowego takim jednym podatkiem miałoby wiele pozytywnych aspektów. Znacznej redukcji uległyby koszty ściągania podatków, a uzyskane w ten sposób dodatkowe środki mogłyby znaleźć zastosowanie przy rozbudowie sieci komunikacyjnej, podnieść poziom oświaty i bezpieczeństwa kraju. W konsekwencji, zmiana w zakresie opodatkowania dochodu przyczyniłaby się do wzrostu produktu czystego i bogactwa społeczeństwa^{3, 4}.

² W. Stankiewicz, *Historia myśli ekonomicznej*, PWE, Warszawa 2000, s. 135.

³ E. Taylor, *Historia rozwoju ekonomiki*, t. I, Poznań 1957, s. 46.

⁴ E. Lipiński, *Historia powszechnej myśli ekonomicznej do roku 1870*, PWN, Warszawa 1968, s. 24 i 225.

Zasady budowy dobrego systemu podatkowego, które i dzisiaj nie tracą na swej aktualności, zostały sformułowane przez A. Smitha⁵. Wskazał on mianowicie cztery zasady.

- *Pierwsza zasada traktuje o równomierności opodatkowania.* Dla A. Smitha oznaczało to, że sprawiedliwym obciążeniem jest proporcjonalne obciążenie różnych dochodów, jakie obywatele uzyskują pod opieką państwa.
- *Druga wskazuje na pewność i prostotę podatku.* Interpretując myśl A. Smitha określenie podatku powinno nastąpić z góry, co zapobiega nadmiernemu obciążeniu obywateli, a także powstawaniu korupcji.
- *W trzeciej A. Smith podkreśla fakt dogodności zapłaty podatku.* A. Smith wysuwając taką zasadę miał na uwadze ochronę interesu samego podatnika, który zgodnie z założeniami teorii liberalnej nie powinien być przeciążony zbyt wysokimi wydatkami z tytułu należnych podatków. A. Smith podkreśla tym samym, iż najbardziej dogodną formą opodatkowania podatnika są podatki pośrednie nałożone na artykuły zbytku o zakupie, których podatnik decyduje według własnego uznania, będąc świadomym wysokości ponoszonego ciężaru opodatkowania, natomiast „*jeżeli tego typu podatek staje się dla niego kiedykolwiek uciążliwy, trzeba uznać, iż dzieje się tak z winy podatnika*”.
- *Czwarta odnosi się do taniości podatku.* Zasada ta sprowadza się w zasadzie do kilku różnych kryteriów merytoryczno-interpretacyjnych – po pierwsze podatek powinien być tani w poborze; po drugie nie powinien wpływać hamująco na pracowitość ludności oraz niweczyć lub naruszać źródła dochodu, z którego płacone są podatki; po trzecie kary i konfiskaty nakładane na obywateli nie powinny ich rujnować, po czwarte, podatników nie należy poddawać zbyt częstym i uciążliwym wizytom poborców podatków, podatnik bowiem celem ich uniknięcia skłonny jest do próby skorumpowania urzędnika.

Ówczesna teoria podatku, bazująca na charakterystycznych dla obu kierunków zasadach wykształciła dwie koncepcje podatku: opartą na wymianie oraz drugą opartą na solidarności. Pierwsza z nich wywodzi się z liberalnych założeń, druga opiera się na idei wspólnotowej. Wspólnym mianownikiem dla obu teorii jest fakt, iż żadna z nich nie kwestionuje konieczności podatku, przyczyniając się do umacniania przyzwolenia na podatek i jak pisze G. Vedel „*przyzwolenie to opiera się na przekonaniu, że życie w zorganizowanym społeczeństwie zapewnia korzyści i że należy zapłacić za to odpowiednią cenę*”⁶.

⁵ A. Smith, *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, PWN, Warszawa 1954, s. 584–587.

⁶ M. Bouvier, *Wprowadzenie do prawa podatkowego i teorii podatku*, KiK, Warszawa 2000, s. 228–229.

G. Vedel wskazuje na dwojakość tak postawionej tezy. Z jednej strony podkreśla cenę, jaką trzeba zapłacić za korzystanie z korzyści płynących z życia w zorganizowanym społeczeństwie, i odwołuje się do sprawiedliwości urzeczywistnianej przez świadczenia wzajemne. Z drugiej strony odrzuca ona pogląd o pełnym równoważeniu owych korzyści i podatku, który każdy płaci.

Koncepcja podatku opartego na wymianie postrzega podatek jako cenę w zamian za określoną alokację dóbr i usług, które zapewnia związek publiczno-prawny, jakim jest państwo. Podatek w tym układzie postrzegany jest jako swego rodzaju umowa podatkowa na podstawie, której podatnik-obywatel świadomie rezygnuje z części swojej wolności i majątku.

Współczesna odmiana koncepcji podatku opartego na wymianie to *teoria zysku* – przyrównująca podejmowanie decyzji w ramach sektora publicznego do procesu decyzyjnego właściwego domenie rynkowej. Odnosi się ona do zasady równoważności, zgodnie z którą rozłożenie podatku zależy od pożytku, jaki każdy czerpie z konsumpcji usług zbiorowych, finansowanych w ten sposób. Podatnik zapłaci żadaną cenę jedynie wówczas, gdy uzna że jest ona niższa od korzyści, jakie może mu dać usługa.

Pod koniec XIX wieku, w odpowiedzi na teorię podatku opartego na wymianie, rozwinęła się teoria podatku oparta na *solidarności*. Zgodnie z tą koncepcją pojawia się idea kosztów wspólnot społecznych, zasadniczo różna od idei kosztów handlowych, która wynikała z koncepcji podatku opartego na wymianie. Podatek postrzegany był jako obowiązek konieczny do spełnienia przy ustanawianiu więzi społecznej opartej na idei solidarności.

Wątek solidarności opierał się na obiektywnej tezie, że społeczeństwo tworzy pewną całość, której części pozostają w relacjach wzajemnych. Jeżeli jedna z nich w jakikolwiek sposób niedomaga, osłabia to całość. Zatem, gdy zamierza się uniknąć zaburzeń w funkcjonowaniu społeczeństwa jako całości, należy czuwać nad prawidłowym rozdziałem bogactw. W relacji do opodatkowania dochodu podejście takie wymaga zarówno uwzględnienia możliwości podatkowych podatników, a także ustanowienia progresywności podatku. Podatek solidarnościowy może przybierać także inną formę, np. podatku ujemnego czyli degresywnego podatku dochodowego. Koncepcja ta łączy w sobie element integracji z najmniej zarabiającymi oraz prywatyzację części sektora publicznego. Podatek ten ma zapewnić jego beneficjentom gwarantowany dochód minimalny, co umożliwi im przetrwanie a jednocześnie nie byłoby zachętą do bezczynności.

Interpretacja kategorii podatku przybiera nieco inny wymiar w rozważaniach A. Wagnera, znanego jako zwolennika tzw. *kapitalizmu państwowego* albo *socjalizmu ex Cathedra*. A. Wagner interpretuje podatek jako „*przymusowe składki gospodarstw jednostkowych dla pokrycia ogólnych wydatków państwowych, które rząd danego państwa pobiera z tytułu swej władzy zwierzchniej, w sposób i w wysokości przezeń jednostronnie ustalonej jako opłaty ogólne*”

*i stawki kosztów wszystkich świadczeń państwowych,, wedle ogólnych zasad i miar*⁷.

A. Wagner traktuje podatek jako instrument polityki społecznej, rozszerzając jego oddziaływanie z roli czysto fiskalnej na funkcje pozafiskalne. W swej metodologii wskazuje, iż „*nauka finansów publicznych jest zobligowana wręcz do formułowania podstawowych zasad traktatowych jako rozwiązania dla systemów podatkowych*”, które w konsekwencji powinny mieć praktyczne przełożenie na realizowaną politykę podatkową, w tym także technikę podatkową. A. Wagner bowiem dokonuje rewizji dotychczas sformułowanych zasad podatkowych, wyróżniając cztery rodzaje zasad polityki podatkowej, a mianowicie:

- *fiskalno-polityczne*, tj. wydajność, elastyczność i stałość – jako najistotniejsze,
- *gospodarcze*, czyli nienaruszalność majątku podatnika,
- *sprawiedliwości*, tzn. powszechności i równości, oraz
- *techniczne*, rozumiane jako pewność, dogodność i taniść.

Podejście A. Wagnera do zasad podatkowych niewiele straciło na aktualności i jest powszechnie uznawane przez współczesną naukę o finansach publicznych jako fundamentalne na tle szerokiego katalogu zasad podatkowych, które wskazuje teoria opodatkowania.

Punktem wyjścia dla A. Wagnera przy formułowaniu zasad była wiara we wszechmoc państwa w zakresie gospodarowania, wyrażająca się tym, że przez powiększenie własności państwowej, państwo zdoła opanować kryzysy gospodarcze, które obaliły wiarę w harmonijną grę sił rynkowych z okresu liberalizmu – oraz zlikwidować nędzę robotników, stanowiącą wynik tych kryzysów.

Różnica między zasadami, które wskazali A. Wagner i A. Smith polega na tym, iż A. Wagner zasadzie równomiernego opodatkowania, postulowanej przez A. Smitha, przeciwstawia zasady powszechności i równości podatkowej. Z kolei pozostałe trzy stanowią rozwinięcie zasad A. Smitha. Ostatnia z zasad A. Wagnera – zdolności opodatkowania – nawiązuje do zasady równości ofiar, twórcą której jest J.S. Mill. Według niego podatnik osiągający taki sam dochód, powinien poświęcić na rzecz wspólnoty, tj. państwa identyczną korzyść, czyli ponieść taką samą ofiarę. Poglądy J.S. Milla stały się podstawą koncepcji użyteczności krańcowej dochodu podatnika, wysuniętą przez F.Y. Edgewortha – jednego z prekursorów zasady zdolności podatkowej.

Przełomu w dotychczasowych rozważaniach nad teorią i myślą klasycznej ekonomii dokonał J.M. Keynes⁸. Powstała nowa szkoła interwencjonizmu,

⁷ A. Musgrave, A. Peacock, *The pure theory of taxation*, Macmillan, London–New York 1958, s. 210.

⁸ M. Kujda, *Podstawy Ekonomii*, Wyd. Oświatowe FOSZE, Rzeszów 1998, s. 72.

krytykująca w pełni klasyczną ekonomię liberalną. Podstawowa teza J.M. Keynesa, opierała się na konieczności interwencyjnego działania państwa, przy pomocy odpowiednich instrumentów finansowych, w tym szczególnie rolę przypisuje podatkowi. Keynesiści zalecają aktywną politykę stabilizacyjną, stojąc na stanowisku, że wahania w wielkościach makroekonomicznych znacząco zmniejszają poziom dobrobytu społecznego i że państwo dysponuje wiedzą i zdolnością do uzyskania efektu lepszego w porównaniu ze skutkami samoczynnego mechanizmu rynkowego⁹. Interwencyjne oddziaływanie państwa, zgodnie z ideologią Keynesa ma następujące konsekwencje¹⁰:

- poprzez zwiększenie wydatków publicznych następuje utrzymanie ogólnego popytu na poziomie zapewniającym pełne zatrudnienie,
- poprzez politykę monetarną i kredytową można oddziaływać na popyt inwestycyjny i konsumpcyjny oraz zapewnić odpowiednie proporcje między nimi;
- poprzez system podatkowy można dokonać odpowiednich zmian w proporcjach podziału dochodu ludności, co odbija się równocześnie na strukturze popytu.

J.M. Keynes w rozważaniach co do kwestii podatkowych podkreślał również znaczenie opodatkowania progresywnego, twierdząc, iż wyższe opodatkowanie wielkich dochodów jest potrzebne ze względu na przebieg kryzysów nadmiernej nadprodukcji, celem wzmożenia tzw. skłonności do konsumpcji. Podkreślał tym samym, iż podatki należy dostosować do przyjętych założeń w polityce państwa zmniejszając bądź zwiększając ciężar opodatkowania podatników.

O ile zasady sformułowane przez A. Smitha (w 1776 r.) określa się jako zasady „dobrego” podatku to we współczesnej teorii opodatkowania wskazwane są zasady jakim powinien odpowiadać „idealny” podatek, a tym samym system podatkowy. Jak pisze N. Gajl „w odniesieniu do systemu podatkowego pojęcie zasad podatkowych obejmować będzie szereg kryteriów i warunków, którym powinien odpowiadać idealny podatek, a jeszcze szerzej cały system podatkowy realizujący nakreślone przez państwo funkcje”¹¹. Zdaniem jednak J. Głuchowskiego „*wskazane jest oddzielenie przesłanek dotyczących systemu podatkowego od przesłanek odnoszących się do samego podatku. Pierwsze z nich mają charakter ogólny, wiążą się z otoczeniem i środowiskiem ustrojowo-gospodarczym, w którym obowiązują określone podatki. Drugie dotyczą cech samego podatku, wynikających z jego definicji*”¹².

⁹ A. Wojtyna, *Rola państwa we współczesnej ekonomii*, „*Ekonomista*” 1992, nr 3, s. 363.

¹⁰ E. Phelps, *Fiscal neutrality toward economic growth. Analysis of a taxation principle*, Economics handbook series McGraw-Hill Book Company, 1965, s. 4–7.

¹¹ N. Gajl, *Teorie podatkowe w świecie*, PWN, Warszawa 1992, s. 140.

¹² J. Głuchowski, *Teoretyczne przesłanki podatku oraz systemu podatkowego w Polsce*, „*Glosa*” nr 1, 1997, s. 5.

Współczesna teoria łączy w sobie ogół współzależności zachodzących pomiędzy instrumentami finansowymi, obok podatków, wywierających istotny wpływ na funkcjonowanie gospodarki narodowej, politykę socjalną państwa, poziom zatrudnienia, kształtowanie warunków sprzyjających rozwojowi przedsiębiorczości, inflację itp. Z uwagi na to, zagadnienia podatkowe muszą być rozpatrywane w teorii, w aspekcie znacznie szerszych powiązań i współzależności, jakie zachodzą w powiązaniu z różnymi innymi systemami finansowymi, oddziałując na gospodarkę w ujęciu mikro- i makroekonomicznym, a także społecznym¹³.

W zasadzie współczesne formy podatku dochodowego wykształciły się przede wszystkim na podstawie dwóch ukształtowanych historycznie modeli ekonomicznych, a mianowicie interwencjonizmu, zapoczątkowanego w latach trzydziestych przez szkołę J.M. Keynesa oraz przeciwstawnego mu neoliberalizmu, opartego na założeniach XIX-wiecznej teorii ekonomii liberalnej A. Smitha. Założenia i zasady jakim powinna odpowiadać polityka podatkowa, postulowana przez oba kierunki mają szerokie zastosowanie, choć trudno by szukać systemu podatkowego w pełni odzwierciedlającego którąkolwiek z tych dwóch teorii w praktyce.

Przy obecnym poziomie rozwoju ekonomicznego, wzajemnym powiązaniu gospodarek również w ramach procesów integracyjnych oraz globalizacji gospodarki światowej trudno uwierzyć w samoczynność regulowania ekonomiki rynku. Podatek stanowi nieodzowny element polityki fiskalnej (określanej niekiedy mianem polityki budżetowej państwa), przy pomocy której państwo ma możliwość oddziaływania m.in. na poziom wydatków budżetowych, wysokość samych obciążeń z tytułu właśnie podatków w celu osiągnięcia wysokiego i stabilnego poziomu zatrudnienia, produkcji, stabilności cen i wzrostu gospodarczego. Aby jednak polityka fiskalna była dobrym narzędziem regulacji procesów gospodarczych musi być skuteczna. Niestety istnieje szereg ograniczeń jej skuteczności. Wśród przyczyn o charakterze społecznym i politycznym wymienia się¹⁴:

- a) trudności w doprowadzeniu do porozumienia parlamentarnego dotyczącego zmian rozmiarów deficytu budżetowego i struktury budżetu;
- b) długi okres przygotowywania i uzgadniania zmian podatkowych;
- c) bariery społeczne w podnoszeniu podatków lub ograniczaniu wydatków budżetowych;
- d) specyficzna cecha wydatków rządowych – łatwo je podnosić, a trudno je obniżyć; e) cykl polityczny stojący w sprzeczności z racjonalną polityką fiskalną.

¹³ N. Gajl, *Konstytucyjne gwarancje systemu podatkowego*, „Glosa” nr 9, 1996, s. 4.

¹⁴ S. Bukowski, *Funkcje podatków w okresie transformacji w Polsce*, Wyd. Wyższej Szkoły Finansów i Bankowości w Radomiu oraz Instytutu Technologii Eksploatacji w Radomiu, Radom 1998, s. 21.

W literaturze przedmiotu pojawia się kwestia, czy polityka fiskalna w wyniku postępującej integracji w ramach samego ugrupowania jakim jest Unia Monetarna może pozostać suwerenna? S. Bukowski wskazuje na współzależność polityki ekonomicznej poszczególnych państw w większym bądź mniejszym stopniu, w tym polityki fiskalnej¹⁵. Unia Europejska wyznacza poprzez swoje prawodawstwo wspólny mianownik, do którego wszystkie kraje członkowskie zobligowane są dostosować się. Tak więc w sensie absolutnym narodowe polityki fiskalne nie są niezależne, lecz z drugiej strony Unia dopuszcza integralność rozwiązań podatkowych – zwłaszcza w podatku dochodowym od osób fizycznych.

Przyjęcie i respektowanie określonych zasad podatkowych jest wyznacznikiem konstrukcji norm polityki podatkowej, które są pochodną rozwoju systemu gospodarczego i społecznego. Przy czym zasady podatkowe swym zakresem interpretacyjnym obejmować mogą znacznie szerszy obszar kwestii podatkowych niż sam podatek. H. Litwińczuk wskazuje, iż współczesna doktryna podatkowa państw o gospodarkach demokratycznych opiera się na zasadach o charakterze formalnym, które odnoszą się do tworzenia i stosowania prawa podatkowego oraz zasadach materialnych poruszających kwestie rozłożenia obciążeń podatkowych między obywateli¹⁶.

Bez względu jednak na wybór modelu opodatkowania, a w ślad za tym polityki podatkowej, podatek jest odzwierciedleniem dwóch płaszczyzn: fiskalnej oraz społeczno-socjalnej. Oznacza to że, z jednej strony stanowi wydajne źródło dochodów budżetowych a z drugiej jak zauważył A. Gomułowicz „*respektuje zasadę zdolności płatniczej*”. Wpisanie w system podatkowy założeń gospodarki rynkowej jest szczególnie istotne, gdyż wymaga to zapewnienia niezakłóconej konkurencji na rynku uczestnikom gry rynkowej.

Internacjonalizacja procesów gospodarczych ukształtowała nową rzeczywistość ekonomiczną, ale i społeczną stawiając nowe wymagania przed systemem wielostronnej współpracy, w której szczególne miejsce zajmuje system podatkowy. Rozwiązania modeli i form opodatkowania podejmowane na gruncie rozważań doktrynalnych w żadnym systemie podatkowym nie znalazły pełnego odzwierciedlenia, przez co możemy mówić o *semi*-doktrynalnych implikacjach teorii w praktyce. Jak pisze Th. Mayer, „*logiczna spójność jest cechą dobrej teorii, ale niekoniecznie dobrej polityki*”, w tym również podatkowej¹⁷.

¹⁵ Tamże, s. 18.

¹⁶ H. Litwińczuk, *Prawo bilansowe i podatkowe podmiotów gospodarczych*, KiK, Warszawa 1996, s. 170.

¹⁷ Th. Mayer, *Der Einfluss der modernen Geldtheorie auf die amerikanische Geldpolitik*, „Kredit and Kapital” 1982, nr 15, s. 366 [cyt. za:] Szpunar P., *Polityka pieniężna*, PWE, Warszawa 2000.

2. Globalizacja współczesnych systemów podatkowych

Podstawy współczesnych systemów podatkowych zaczęły się kształtować w latach 1930–1960, co zostało podyktowane nienajlepszą sytuacją ekonomiczną na całym świecie. Wśród czynników odpowiedzialnych za rozwój systemów fiskalnych uważa się: znaczące ograniczenia prawno-formalne wymiany handlowej, co wynikało m.in. z następstw II wojny światowej, ograniczona swoboda przepływu kapitału a tym samym znikoma rola korporacji wielonarodowych oraz mobilności międzynarodowej siły roboczej poza emigracją, która miała w tym czasie inne podłoże.

W okresie tym obciążenia podatkowe w większości krajów były stosunkowo niewielkie (w krajach uprzemysłowionych kształtowały się średnio na poziomie poniżej 30 procent PKB, a w krajach rozwijających się 17 procent PKB), co wynikało z niewielkiego interwencjonizmu państwa w zachodzących procesach ekonomicznych, przy jednoczesnej minimalizacji odpowiedzialności państwa za socjalną sferę życia obywateli. Proces zmian w systemach podatkowych zainicjowały dwie innowacje: *pierwsza* to upowszechnienie koncepcji progresywnego opodatkowania dochodu, co znalazło przychylny grunt w ustawodawstwach państw uprzemysłowionych, *druga* to idea wprowadzenia podatku od wartości dodanej, która znalazła aprobatę praktycznie we wszystkich krajach. W późniejszych latach te dwie koncepcje podatkowe znacząco przyczyniły się do zwiększenia wysokości obciążeń podatkowych, w wielu państwach OECD wskaźnik wysokości obciążeń podatkowych w relacji do PKB przekroczył 40 procent. To bynajmniej nie oznacza, że wcześniej system podatkowy omijał niektóre kategorie przychodów. Wynagrodzenia, zyski, świadczenia rentowe czy nieruchomości były przedmiotem opodatkowania, ale było to opodatkowanie albo w niewielkim stopniu albo wykorzystywano metody proporcjonalnego wymierzania wysokości podatku.

Kluczową zmianą w większości systemów podatkowych było także wprowadzenie nowej kategorii fiskalnej, obciążającej dochody z wynagrodzeń w postaci składek na ubezpieczenie społeczne (*social security contributions*), generując nowe źródło dochodów dla wielu systemów finansów publicznych, które posiadały odpowiednie zaplecze finansowe na realizację poszerzającego się wachlarza usług publicznych.

Od 1980 roku przybierający na dynamice rozwój technologiczny znacząco zmienił krajobraz ekonomiczny, co potencjalnie wywarło szczególny wpływ na „architekturę” systemów podatkowych. V. Tanzi uważa, że było to podyktowane następującymi czynnikami¹⁸:

¹⁸ V. Tanzi, *Globalization, Tax Competition and the Future of Tax Systems*, [w:] *Steuersysteme der Zukunft*, edited by Gerold Karuse-Junk, Berlin, Dunker and Humblot, 1988, s. 6.

- otwartość gospodarek na internacjonalizację wymiany handlowej – dynamika wzrostu światowej wymiany handlowej była dwukrotnie wyższa niż przyrost PKB, co zaowocowało tym, iż obecnie światowa gospodarka osiągnęła najwyższy poziom integracji jaki jakiegokolwiek odnotowano;
- dynamice wzrostu wymiany handlowej towarzyszył również dynamiczny wzrost swobody przepływu kapitału, co było konsekwencją ograniczania przeszkód dla mobilności kapitału wynikającej przede wszystkim z postępu technologicznego;
- wzrost roli przedsiębiorstw międzynarodowych w finansowaniu inwestycji bezpośrednich oraz alokacji swojej działalności w różnych częściach świata, co stworzyło nowe problemy dla władz podatkowych w postaci ucieczki zysków do tzw. oaz podatkowych;
- przybierający na sile trend swobody przepływu siły roboczej, przy jednoczesnym obniżaniu się kosztów transportu oraz dążeniu do uzyskiwania coraz wyższych dochodów spowodował, iż źródła dochodów osób fizycznych były bardzo często położone w innych państwach niż miejsce rezydencji tychże osób, w związku z czym przy braku odpowiednich uregulowań wpływy z podatków trafiały do budżetów innych państw. Problem ma również drugie oblicze a mianowicie uszczuplenie podatkowych wpływów budżetowych, co wynikało też z faktu, że część zarobionych poza granicami kraju rezydencji dochodów była wydatkowana w innym państwie, a więc strata była zarówno na podatkach bezpośrednich jak i pośrednich.

Powyższe implikacje wymusiły dostosowanie ówczesnych systemów podatkowych do nowej rzeczywistości ekonomiczno-społecznej, wyznaczonej przez przybierające na sile procesy globalizacji. Istota nowej jakości życia społecznego, związanego z procesami globalizacji różnie jest określana. Po pierwsze, wskazuje się na proces kompleksowej interpenetracji globalnych, narodowych i indywidualnych aspektów życia społecznego¹⁹. Po drugie, zjawisko to jest utożsamiane ze wzrostem różnego rodzaju połączeń, wzajemnych powiązań, oddziaływań we wszystkich dziedzinach życia. Po trzecie wprowadzane jest rozróżnienie zjawiska globalizmu, który przejawia się w sieci współzależności o multikontynentalnym zasięgu i procesów globalizacji, które są dynamicznym procesem wzrostu poziomu globalizmu²⁰.

Istotę procesów internacjonalizacji trafnie określił U. Beck w myśl, którego procesy globalizacji oznaczają, że granice państw stają się mniej istotne dla zachowań w ramach obszarów życia społecznego, podlegających temu procesowi. Usuwane są dystanse, a ludzie przejmują transnarodowy styl życia.

¹⁹ M. Pietraś, *Istota i zakres procesów globalizacji*, „Sprawy Międzynarodowe”, nr 2, 2002, s. 7.

²⁰ Nye, Donahue, 2000, s. 2.

W takich warunkach państwa narodowe w coraz mniejszym stopniu kontrolują procesy zachodzące na ich terytorium, a część życia społecznego przenoszona jest do niesuwerennej przestrzeni (*post-sovereign space*)²¹.

Globalizacja w znacznie większym stopniu niż wcześniejsze etapy internacjonalizacji gospodarki światowej ogranicza zakres swobody polityki ekonomicznej państwa, w tym także polityki podatkowej²², co nie oznacza spadku jej znaczenia, a jedynie zmianę roli oraz użyteczności dotychczasowych instrumentów polityki fiskalnej.

Konsekwencją powyższych uwarunkowań jest rozszerzenie podstawy opodatkowania, która nie jest już tylko ograniczona do źródeł dochodów mających miejsce na terytorium jednego kraju, ale obejmuje swym zakresem również dochody uzyskiwane w różnych częściach świata. Państwo poprzez właściwie skonstruowany system podatkowy może zatem być beneficjentem dochodów podatkowych generowanych przez zagraniczne osoby fizyczne, jak i prawne praktycznie na całym świecie, poprzez objęcie swoim ustawodawstwem podatkowym: zagraniczne środki finansowe, kapitał zagraniczny w formie inwestycji bezpośrednich, zagranicznych konsumentów, zagranicznych pracowników, zagraniczne osoby fizyczne z bardzo wysokimi dochodami, włączając w to ich wynagrodzenia. Jednak takie okoliczności wzmagają konkurencję podatkową między poszczególnymi państwami, jak i całymi regionami.

V. Tanzi uważa konkurencję podatkową jako proces, w którym wysokość obciążeń podatkowych może być „eksportowana”. Poszczególne kraje, zwłaszcza te mniejsze są w stanie „atakować” systemy podatkowe innych państw w stopniu, jaki nigdy jeszcze nie miał miejsca. Tanzi odwołuje się do porównania systemu podatkowego do ogólnie dostępnego źródła, jakim jest ocean czy atmosfera, z których każde państwo będzie chciało jak najwięcej wykorzystać dla siebie²³.

Konkurencja podatkowa, która niewątpliwie jest efektem procesów globalizacji w znacznym stopniu powiązana jest z miejscem położenia danego państwa. Atrakcyjność lokalizacji zależy od takich czynników jak:

- nominalne stawki podatkowe,
- udział obciążeń podatkowych w PKB,
- administracja podatkowa,
- przewidywalność ewentualnych zmian w tym również stałość obowiązywania rozwiązań podatkowych,
- przejrzystość prawa podatkowego,

²¹ J.N. Rosenau, *The Dynamics of Globalization: Toward an Operational Formulation*, „Security Dialogue”, 1996, nr 1, vol. 22, s. 251.

²² J. Bielawski, *Współpraca międzynarodowa na rzecz globalnych dóbr publicznych*, „Sprawy Międzynarodowe”, nr 1, 2003, s. 35.

²³ V. Tanzi, *Globalization, Tax Competition and the Future of Tax Systems*, [w:] *Steuersysteme der Zukunft*, edited by Gerold Karuse-Junk, Berlin, Dunker and Humblot, 1988, s. 7.

- zachowanie odpowiedniej ekwiwalentności w postaci otrzymywanych usług publicznych stosowanie do płaconych podatków,
- wysokość deficytu budżetowego oraz długu publicznego co pozwala przewidzieć politykę państwa co do wysokości wzrostu podatków,
- przychylny rozwój działalności gospodarczej, klimat inwestycyjny.

Właściwość powyższych kryteriów oceny danego kraju jako odpowiedniego miejsca alokacji wydają spełniać się Irlandia czy też Lichtenstein. W krajach tych podatkowe aspekty okazały się na tyle atrakcyjne dla kapitału zagranicznego a także osób fizycznych, że stały się one swego rodzaju europejskimi oazami podatkowymi.

Konkurencja podatkowa staje się przedmiotem konfliktów dyplomatycznych pomiędzy państwami a nawet regionami, zarzucając państwowo o dość liberalnych systemach podatkowych coś w rodzaju „*dumpingu podatkowego*”. Kwestia konkurencji podatkowej jest przedmiotem napiętych relacji wewnątrz samej Unii Europejskiej, pomiędzy niektórymi państwami członkowskimi UE a Szwajcarią, Unii Europejskiej a USA, Chinami a Europą i USA, Wyspami Karaibskimi a państwami OECD.

Problem konkurencji podatkowej sprowadza się do rozstrzygnięcia czy ostatecznie ma ona pozytywne czy negatywne oddziaływanie na globalny rozwój. Na gruncie doktryny, zwłaszcza wśród przedstawicieli nurtu „Wyborów publicznych” (*Public Choise*) postrzegana była jako zbawienny i skuteczny fenomen procesów globalizacji. Stanowisko to stoi w ostrej opozycji do poglądów reprezentowanych przez Ministerstwa Finansów i politycznie zorientowanych ekonomistów, którzy odczytują to zjawisko jako destrukcyjne. Konkurencja podatkowa jest przedmiotem szczególnie ostrej krytyki w Niemczech, Francji i Włoszech.

Jak wszystkie zachodzące procesy również i konkurencja podatkowa ma swoje wady i zalety. Niewątpliwą zaletą współzawodnictwa podatkowego jest: większa skłonność państw do zmniejszania obciążeń podatkowych w stosunku do kapitału finansowego, wysoko wykwalifikowanych pracowników, ograniczanie bądź wręcz eliminowanie nieefektywnych wydatków publicznych, efektywna alokacja kapitału w te obszary, które gwarantują większą wydajność i produktywność. Konkurencja podatkowa poddaje także konieczność rewizji dotychczasowej ekonomicznej roli państwa we współczesnej gospodarce.

Konkurencja podatkowa ma też swoje słabe strony jak: zwiększanie się deficytu budżetowego oraz długu publicznego, podczas gdy ogranicza się zakres wydatków publicznych ze względu na zmniejszające się wpływy podatkowe nie ma gwarancji, że są eliminowane wydatki, które są faktycznie nieefektywne. Pojawia się tu silny czynnik polityczny, który może zniekształcać dokonywany wybór publiczny podyktowany subiektywnymi kryteriami. Innym zagrożeniem może być degradacja podatkowa rozumiana jako poszerzanie systemu podatkowego o kontrowersyjne, nowe tytuły podatkowe, które

miałyby rekompensować dochody z obniżania podstawowych kategorii podatkowych jak podatki dochodowe, czy obrotowe. Presja ze strony dużych, wielonarodowych przedsiębiorstw może doprowadzić do przesuwania ciężarów podatkowych na inne kategorie dochodów, osiąmane przez słabsze grupy społeczne, co w konsekwencji będzie niesprawiedliwość. Odczytywanie systemu podatkowego jako dyskryminującego, np. dochody z pracy może z kolei prowadzić do ucieczki w szarą strefę, czy też nadużycia podatkowe. Ostatecznie konkurencji podatkowej zarzuca się brak utrzymania stabilności systemu.

W zasadzie problem jest na tyle dyskusyjny, że nie sposób precyzyjnie zidentyfikować ogółu czynników, które przeważały by o korzyściach czy stratach powstałych w wyniku istniejącej konkurencji między państwami na gruncie polityki podatkowej. Jeszcze trudniej określić faktyczny wpływ procesów globalizacji na dochody podatkowe i kształt systemu podatkowego. Wydaje się, że łatwiej jest wskazać na potencjalne zagrożenia, które w tym obszarze się pojawiają.

Zakończenie

Efektom globalizacji można z pewnością przypisać stopniowe obniżanie ciężarów podatkowych, co jest widoczne praktycznie we wszystkich krajach OECD. W wyniku konkurencji podatkowej obserwuje się tendencję do zmniejszania stawek podatkowych w dwóch podstawowych dla większości systemów podatkowych podatkach jak: podatek dochodowy od osób fizycznych i prawnych. Dynamiczny proces globalizacji spowodował większą przenikalność granic. Mobilność społeczeństwa spowodowała, że część zachodzących transakcji ma miejsce poza przestrzenią zamkniętą granicami państw narodowych. To z kolei ma swoje konsekwencje w zmniejszających się dochodach z podatków obrotowych jak VAT czy akcyza.

Zmienia się także struktura opodatkowania dochodu. W latach 50-tych i 60-tych odzwierciedleniem zasady sprawiedliwości był tzw. globalny podatek dochodowy. Obecnie rozwiązanie to traci swoich zwolenników na rzecz progresywnego modelu opodatkowania dochodu – odrębnego dla opodatkowania czynników mobilnych, jak kapitał i czynników mniej mobilnych, jak dochody z pracy. Ostatecznie coraz większą popularność obserwuje się w opodatkowaniu proporcjonalnym w postaci podatku liniowego. V. Tanzi uważa, że charakterystyczne efekty procesów internacjonalizacji życia ekonomicznego i społecznego to tzw. fiskalne termity, które osłabiają każdy współczesny system podatkowy. Są to: elektroniczny handel (*electronic commerce*), pieniądz elektroniczny, transakcje w ramach tego samego międzynarodowego przedsiębiorstwa – problem cen transferowych, zagraniczne centra finansowe, raje podatkowe, kompleksowe instrumenty finansowe. W obliczu tak

dynamicznie zmieniającej się rzeczywistości istnieje konieczność powołania międzynarodowej instytucji – Globalnej Organizacji Podatkowej (Global Tax Organization²⁴), która od strony podatkowej mogłaby powstrzymać powstające dysproporcje w tej globalnej ekonomicznej architekturze, w której coraz mniej jest miejsca na publiczną ochronę interesów społecznych, których źródłem finansowania jest podatek.

STRESZCZENIE

Na przestrzeni wieków począwszy od starożytności do czasów współczesnych wykształcały się teorie finansowe na gruncie, których powstawały stopniowo teorie rozwijające problematykę podatkową, które z kolei stały się podstawą kształtowania współczesnych systemów finansowych, w tym również systemów podatkowych.

Celem niniejszych rozważań jest zaprezentowanie wybranych problemów związanych ze zmianami w systemach podatkowych oraz z wdrażaniem rozwiązań, które mają być kompromisem między prowadzeniem skutecznej i trwałej polityki finansowej państwa a liberalizacją rozwiązań, podyktowanych silnie dominującymi procesami internacjonalizacji gospodarki światowej.

W opracowaniu przyjęto metodę analizy przyczynowo-skutkowej oraz analizy porównawczej.

Modern tax system architecture

SUMMARY

This article has discussed the relationship between various global trends and national tax system. It has argued that the existing tax systems were created by tax principles suggested by theory and in a period when the world was very different. Thus modern tax systems have started to reflect the effects of these global trends. At the same time many public goods or public beds have crossed national frontiers becoming global. Thus while governments will have growing difficulties in financing their current national public needs, there seems to be no mechanism that

²⁴ Por. V. Tanzi, *Forces that Shape Tax Policy*, In *Tax Policy in the Twenty-First Century*, edited by Herbert Stein, New York 1998, s. 19.

guarantee that global public needs will receive the financing and attention that they deserve. It is clear that the current architecture of the international economic system is deficient on two grounds. It provides no monitoring or coordination of reforms of tax systems that may impact negatively other countries and it provides no mechanism to finance international public goods. An option would be to create a new international organization that would be given specific responsibilities over tax developments. This responsibility might be limited to the surveillance over tax reforms with international implications or it could extend to the collection of particular taxes with the revenue earmarked for the financing of particular public goods.

LITERATURA

1. Beck U., *What is Globalisation?* Malden 2000.
2. Bielawski J., *Współpraca międzynarodowa na rzecz globalnych dóbr publicznych*, „Sprawy Międzynarodowe”, nr 1, 2003.
3. Bouvier M., *Wprowadzenie do prawa podatkowego i teorii podatku*, KiK, Warszawa 2000.
4. Bukowski S., *Funkcje podatków w okresie transformacji w Polsce*, Wyd. Wyższej Szkoły Finansów i Bankowości w Radomiu oraz Instytutu Technologii Eksploatacji w Radomiu, Radom 1998.
5. Brzeziński B., Nikiel W., *Zasady ogólne prawa podatkowego*, „Przegląd Podatkowy” nr 3, 2002.
6. Brett C., *Who should be on workfare? The use of work requirements as part of an optimal tax mix*, „Oxford Economic Paper” vol. 50, 1998.
7. Gajl N., *Teorie podatkowe w świecie*, PWN, Warszawa, 1992.
8. Gajl N., *Konstytucyjne gwarancje systemu podatkowego*, „Glosa” nr 9, 1996.
9. Gluchowski J., *Teoretyczne przesłanki podatku oraz systemu podatkowego w Polsce*, „Glosa” nr 1, 1997.
10. Gomułowicz A., *Granice fiskalizmu*, „Glosa” nr 1, 1995.
11. Gomułowicz A., *Funkcja trwałej wydajności podatku i funkcja sprawiedliwości a system podatkowy*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” z. 1, 1995.
12. Kujda M., *Podstawy Ekonomii*, Wyd. Oświatowe FOSZE, Rzeszów 1998.
13. Kurowski L., *Wstęp do nauki prawa finansowego*, PWN, Warszawa 1976.
14. Mayer Th., *Der Einfluss der modernen Geldtheorie auf die amerikanische Geldpolitik*, „Kredit and Kapital” 1982, nr 15, s. 366 [cyt. za:] Szpunar P., *Polityka pieniężna*, PWE, Warszawa 2000.
15. Musgrave A., Peacock A., *The pure theory of taxation*, Macmillan, London–New York 1958.
16. Lipiński E., *Historia powszechnej myśli ekonomicznej do roku 1870*, PWN, Warszawa 1968.
17. Litwińczuk H., *Prawo bilansowe i podatkowe podmiotów gospodarczych*, KiK, Warszawa 1996.

18. Say J.B., *Traktat o ekonomii politycznej czyli prosty wykład sposobu w jaki się tworzą, rozdzielają i spożywają bogactwa*, PWN, Warszawa 1960.
19. Smith A., *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, PWN, Warszawa 1954.
20. Stankiewicz W., *Historia myśli ekonomicznej*, PWE, Warszawa 2000.
21. Owsiak S., *Finanse Publiczne. Teoria i Praktyka*, PWN, Warszawa 2000.
22. Phelps E., *Fiscal neutrality toward economic growth. Analysis of a taxation principle*, Economics handbook series McGraw-Hill Book Company, 1965.
23. Pietraś M., *Istota i zakres procesów globalizacji*, „Sprawy Międzynarodowe”, nr 2, 2002.
24. Rosenau J.N., *The Dynamics of Globalization: Toward an Operational Formulation*, „Security Dialogue”, 1996, nr 1, vol. 22.
25. Tanzi V., *Forces that Shape Tax Policy*, [w:] *Tax Policy in the Twenty-First Century*, edited by Herbert Stein, New York 1998.
26. Tanzi V., *Globalization, Tax Competition and the Future of Tax Systems*, [w:] *Steuersysteme der Zukunft*, edited by Gerold Karuse-Junk, Berlin, Dunker and Humblot, 1988.
27. Taylor E., *Historia rozwoju ekonomiki*, t. I, Poznań 1957.
28. Wojtyna A., *Rola państwa we współczesnej ekonomii*, „Ekonomista” 1992, nr 3.
29. Ziliak J.P., Kniesner T.J., *Estimating life cycle labour supply-tax effects*, „Journal of Political Economy”, 1999, vol. 107.

BARBARA OTTE

Miejsce instrumentów i transakcji ryнку finansowego w kształtowaniu wyniku finansowego przedsiębiorstwa

Wprowadzenie

Wynik finansowy jako rezultat działalności przedsiębiorstwa zależy od decyzji, dotyczących pozyskiwania kapitału oraz jego wielokierunkowego lokowania i gospodarczego wykorzystania. Ranga dodatniego wyniku finansowego, czyli zysku, dla funkcjonowania przedsiębiorstwa wynika z funkcji, jakie tej kategorii ekonomicznej się przypisuje. Są to w szczególności: funkcja motywacyjna zysku, funkcja zysku jako miernika oceny oraz funkcja zysku jako źródła samofinansowania. Stąd też nie bez znaczenia jest wskazanie i poddawanie analizie czynników kształtujących wynik finansowy. Należą do nich m.in. transakcje na rynku finansowym i zastosowane instrumenty finansowe.

Celem niniejszego opracowania jest wskazanie ich miejsca w kształtowaniu wyniku finansowego oraz sposobu ujęcia ich wpływu na wynik finansowy przedsiębiorstwa.

Realizując temat zastosowano metodę studiów literaturowych oraz analizę uregulowań prawnych.

1. Wieloaspektowe pojęcie wyniku finansowego

Wynik finansowy to wyrażony w jednostkach pieniężnych rezultat bieżącej działalności podmiotu. Kategoria ta może być różnie pojmowana. Rozwijając problem można wskazać kilka aspektów szeroko rozumianego wyniku finansowego. Są to w szczególności:

- wynik księgowy, określane też jako wynik bilansowy będący zyskiem lub stratą,
- wynik ekonomiczny oznaczający efekt po uwzględnieniu wszystkich, zarówno ewidencyjnych, jak i nie podlegających ewidencji, obciążeń dotyczących uzyskanych w danym okresie przychodów,
- wynik podatkowy wyrażający się jako dochód bądź strata podatkowa,
- wynik strumieniowy, stanowiący rezultat kasowego ujęcia zdarzeń gospodarczych.

Każde z wymienionych podejść wyrażania wyniku finansowego jest godne uwagi ze względu na znaczenie w funkcjonowaniu przedsiębiorstwa i wymagałoby szerszego komentarza¹. Można by również wskazać powiązania między poszczególnymi wymienionymi pojęciami, co mogłoby stanowić przedmiot odrębnego opracowania. Zagadnienia prezentowane w niniejszym artykule odnoszą się w szczególności do rozumienia wyniku finansowego w pierwszym z wymienionych aspektów, to jest wyniku księgowego. W najbardziej lapidarnym ujęciu, przez wynik ten rozumie się różnicę między przychodami osiągniętymi przez przedsiębiorstwo z różnych tytułów, a kosztami oraz innymi obciążeniami, w tym podatkiem dochodowym. Jest to rezultat ujmowania zdarzeń według zasady memoriału i ustalany na podstawie zapisów w księgach rachunkowych.

2. Rodzaje instrumentów i transakcji rynku finansowego wpływających na wynik finansowy przedsiębiorstwa

Zastosowanie instrumentów finansowych i realizowanie różnego rodzaju transakcji na rynku finansowym wiąże się z szeroko pojętym procesem inwestowania. Inwestowanie oznacza celowe wydatkowanie kapitału przez inwestora dla osiągnięcia korzyści w przyszłości. Jest to szczególnie rodzaj procesu gospodarczego. W jego ramach podejmowane są decyzje inwestycyjne, koncentrujące się na trzech obszarach:

- nabycia rzeczowych składników majątku,
- transferu kapitału do innych przedsiębiorstw,
- lokat w bankach i innych instytucjach finansowych².

Formy angażowania środków finansowych w procesie inwestowania są więc zróżnicowane i można je różnie klasyfikować. Najczęściej występuje podział inwestycji na:

¹ B. Otte, *Analiza efektywności działalności gospodarczej przedsiębiorstwa*, [w:] *Analiza finansowa w procesie decyzyjnym współczesnego przedsiębiorstwa*, praca zbiorowa, red. G. Łukasik, Akademia Ekonomiczna, Katowice 2009, s. 37–41.

² K. Dziworska, *Decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2000, s. 10.

- rzeczowe,
- finansowe³.

Te ostatnie są rezultatem decyzji dotyczących drugiego i trzeciego z wymienionych wcześniej obszarów inwestowania.

Inwestycje finansowe wiążą się z realizowaniem transakcji na rynku finansowym, zarówno kapitałowym jak i pieniężnym, wykorzystujących różnego rodzaju instrumenty finansowe. „W literaturze ekonomicznej i praktyce instrument finansowy powszechnie definiowany jest jako roszczenie (lub zobowiązanie) pieniężne jednego podmiotu gospodarującego w stosunku do innego podmiotu lub jako kontrakt pomiędzy dwoma podmiotami regulujący zależność finansową, w jakiej oba podmioty pozostają”⁴.

W odniesieniu do tych inwestycji finansowych, które dotyczą transferu kapitału do innych firm wyszczególnić można nabywanie akcji czy udziałów w innych firmach, nabywanie obligacji przedsiębiorstw, bonów komercyjnych, a także udzielanie pożyczek pieniężnych innym podmiotom gospodarczym. Obok inwestowania w klasyczne papiery wartościowe (akcje, obligacje) wskazać należy także inwestowanie w instrumenty pochodne.

Inwestycje finansowe, jak już wskazano, mogą być również rezultatem trzeciego obszaru decyzji inwestycyjnych. Obejmują one nie tylko lokaty bankowe, ale także inwestowanie w jednostki uczestnictwa w fundusze inwestycyjne czy fundusze ubezpieczeniowe. Do tej grupy można by zaliczyć także lokowanie kapitału w obligacje skarbowe, bony skarbowe czy bony pieniężne.

Wykorzystanie wskazanych instrumentów lokowania kapitału i realizowane w związku z nimi transakcje dotyczące inwestycji finansowych wpływają na ukształtowanie struktury aktywów przedsiębiorstwa. Ujmowane są jako aktywa finansowe. W zależności od ich rodzaju i czasu, jakiego dotyczą znajdują one odzwierciedlenie w bilansie, odpowiednio w aktywach trwałych bądź aktywach obrotowych.

W ramach aktywów trwałych ujmowane długoterminowe aktywa finansowe, czyli aktywa płatne i wymagalne lub przeznaczone do zbycia w okresie powyżej 12 miesięcy, licząc od dnia bilansowego⁵. Krótkoterminowe aktywa finansowe znajdują się w aktywach obrotowych.

Decyzje podejmowane przez przedsiębiorstwo na rynku finansowym to nie tylko decyzje, oznaczające lokowania kapitału w różnego rodzaju inwestycje finansowe z wykorzystaniem różnych instrumentów finansowych. Przedsiębiorstwo podejmuje także decyzje, dotyczące pozyskiwania kapitału na ryn-

³ K. Marcinek, *Finansowa ocena przedsięwzięć inwestycyjnych przedsiębiorstw*, Akademia Ekonomiczna Katowice 2002, s. 11.

⁴ M. Wypych, *Finanse i instrumenty finansowe*, Społeczna Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania w Łodzi, Łódź 2001, s. 103.

⁵ *Rachunkowość finansowa część II (zaawansowana)*, praca zbiorowa pod red. W. Gabrusewicz i Z. Kołaczyka, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, s. 118.

ku finansowym. Są one związane z zapotrzebowaniem na dodatkowy kapitał dla realizacji inwestycji rzeczowych, a także z pozyskiwaniem środków pieniężnych dla realizacji bieżącej działalności umożliwiającej zachowanie płynności finansowej przedsiębiorstwa.

Sposoby pozyskiwania przez przedsiębiorstwo kapitału na rynku finansowym obejmują:

- emisję i sprzedaż akcji
- sprzedaż udziałów
- emisję i sprzedaż obligacji
- zaciąganie kredytu bankowego
- zaciąganie pożyczki pieniężnej
- emisja i sprzedaż bonów komercyjnych.

Decyzje dotyczące pozyskiwania kapitału określane są w literaturze jako decyzje finansowe, składające się obok decyzji inwestycyjnych na proces zarządzania finansami firmy⁶.

Ich zastosowanie w przedsiębiorstwie odzwierciedlone jest w pasywach bilansu. W zależności od sposobu pozyskiwania kapitału decyzje te powodują odpowiednio wzrost kapitałów własnych bądź wzrost zobowiązań. Te ostatnie mogą być zobowiązaniami długo- lub/i krótkoterminowymi. Na marginesie warto również zaznaczyć, że w spółkach kapitałowych wzrost kapitałów własnych nie zawsze jest rezultatem sięgnięcia po dodatkowy kapitał na rynek kapitałowy. Ich powiększenie następuje również w związku z wypracowaniem zysku netto i pozostawieniem go w przedsiębiorstwie. Należy także wskazać, że emisja i sprzedaż akcji w spółkach akcyjnych oraz sprzedaż udziałów w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością nie musi oznaczać wpływu środków pieniężnych z tego tytułu. Sposobem wniesienia wartości odpowiadającej tym instrumentom mogą być bowiem także aporty niepieniężne. Nie ma to znaczenia z punktu widzenia prawa akcjonariuszy czy udziałowców do dywidendy.

Wymienione decyzje inwestycyjne kształtujące inwestycje finansowe, jak i decyzje w obszarze pozyskiwania kapitału wpływają na osiągnięcie przez przedsiębiorstwo wyniku finansowego. Dotyczy to zarówno decyzji krótkoterminowych i długoterminowych. Ostateczny, księgowy wynik finansowy jest elementem pasywów bilansu przedsiębiorstwa w jego części A, to jest w kapitale własnym i może być zyskiem bądź stratą netto. Jednak ujęty w bilansie wynik zawiera zbyt ogólną informację o podmiocie gospodarczym i efektach ekonomicznych jego działalności. Stąd też, obok bilansu, w każdym przedsiębiorstwie sporządzany jest również rachunek zysków i strat, prezentujący wszystkie elementy, kształtujące wynik finansowy. Jest to prezentacja wielosegmentowa. Każdy segment pokazuje jakie przychody i koszty dotyczą da-

⁶ J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa 2002, s. 14.

nego rodzaju działalności⁷. W prezentacji tej, obok segmentu dotyczącego działalności operacyjnej, zasadniczej i pozostałej ujęty jest również segment, dotyczący działalności finansowej. W nim zawarte są rezultaty transakcji przedsiębiorstwa na rynku finansowym, dotyczących zarówno inwestycji na nim, jak i powstania zobowiązań.

Rachunek zysków i strat, będąc elementem rocznego sprawozdania finansowego przedsiębiorstwa jest narzędziem ustalania księgowego wyniku finansowego netto. W tym zestawieniu instrumenty i transakcje rynku finansowego wpływają na przychody i koszty finansowe, zawarte we wskazanym segmencie, dotyczącym działalności finansowej i kształtują, łącznie z wynikiem z działalności operacyjnej, wynik z działalności gospodarczej przedsiębiorstwa.

Zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości (MSR 18) do przychodów finansowych zaliczane są głównie te, które uzyskiwane są z tytułu użytkowania przez inne podmioty aktywów przedsiębiorstwa i przynoszą mu odsetki, dywidendy, tantiemy. Aby ująć przychody finansowe w ewidencji muszą być spełnione następujące warunki:

- prawdopodobieństwo uzyskania korzyści ekonomicznych ze zrealizowanej transakcji finansowej,
- możliwość wiarygodnego oszacowania przychodów⁸.

Zgodnie z ustawą o rachunkowości do przychodów finansowych zaliczamy:

- dywidendy i udziały w zyskach, w tym od jednostek powiązanych,
- odsetki, w tym od jednostek powiązanych,
- zysk ze zbycia inwestycji,
- aktualizacja wartości inwestycji,
- inne⁹.

Warto zwrócić uwagę, iż przedstawiony podział przychodów finansowych wynika nie z typu instrumentu, lecz z metody uzyskania źródła przychodu lub dochodu. Tak więc przychody można podzielić na kilka głównych źródeł. Są to w szczególności:

- dochody od kapitału, obejmujące odsetki od lokat bankowych, nabytych obligacji i udzielonych pożyczek pieniężnych, dywidendy od posiadanych udziałów i akcji, dochody od certyfikatów inwestycyjnych, dodatnie różnice kursowe (zrealizowane lub niezrealizowane) od dochodów z kapitałów wyrażonych w walutach obcych,
- dodatni wynik, pochodzący ze zbycia inwestycji finansowych, to jest akcji, udziałów, obligacji, opcji, kontraktów forward, swapów, certyfi-

⁷ Z. Messner, J. Pfaff, *Rachunkowość finansowa, część I*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, s. 320.

⁸ K. Czubakowska, W. Gabrusewicz, E. Nowak, *Przychody koszty wynik finansowy przedsiębiorstwa*, PWE Warszawa 2009, s. 86.

⁹ Załącznik nr 1 Ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, j.t. Dz. U. z 2009 r. Nr 152, poz. 1223 z późn. zm.

- katów inwestycyjnych, jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, a także zrealizowane dodatnie różnice kursowe z inwestycji,
- dodatni wynik z aktualizacji wartości inwestycji finansowych, obejmujący wycenę posiadanych papierów wartościowych i instrumentów pochodnych, a także niezrealizowane dodatnie różnice kursowe z inwestycji, z wyjątkiem inwestycji długoterminowych o wartości przekraczającej wartość nabycia¹⁰,
 - inne przychody obejmujące między innymi kontrakty terminowe futures oraz swap rozliczane na bieżąco¹¹.

Najczęstszym rodzajem przychodów finansowych są odsetki. Jak już wskazano, dotyczą one lokat bankowych, udzielonych pożyczek czy nabytych obligacji, a także środków pieniężnych na rachunkach bankowych, z wyjątkiem środków Zakładowego Funduszu Świadczeń Socjalnych. Do tych przychodów zaliczane są również odsetki od kontrahentów za nieterminową spłatę należności¹². Nie stanowią one jednak przychodów z będących przedmiotem niniejszego opracowania transakcji rynku finansowego.

Transakcje rynku finansowego i zastosowane w nich instrumenty finansowe przyczyniają się nie tylko do osiągnięcia korzyści przez przedsiębiorstwo, ale generują także koszty zaliczane do kosztów finansowych.

Ujęte w rachunku zysków i strat koszty finansowe, zgodnie z ustawą o rachunkowości, obejmują następujące elementy:

- odsetki, z uwzględnieniem wyodrębnienia odsetek od jednostek powiązanych,
- strata ze zbycia inwestycji,
- aktualizacja wartości inwestycji,
- inne koszty.

Podobnie jak przychody finansowe, koszty finansowe uwzględniają podział na kilka głównych źródeł. Są to w szczególności¹³:

- odsetki i koszty z nimi zrównane, obejmujące odsetki od zaciągniętych pożyczek i kredytów bankowych, premię od obligacji obcych, a także ujemne różnice kursowe (zrealizowane i niezrealizowane) od odsetek od kapitałów obcych, wyrażonych w walutach obcych,
- ujemny wynik, będący rezultatem zbycia inwestycji na przykład akcji, udziałów, opcji, kontraktów forward, futures i swap, certyfikatów

¹⁰ Wzrost wartości inwestycji długoterminowych powyżej ceny nabycia zwiększa kapitał z aktualizacji wyceny. Jest więc odzwierciedlony w bilansie, a nie w rachunku zysków i strat. W rachunku tym wystąpi tylko wtedy, gdy po uprzednim zmniejszeniu wartości nastąpi jej wzrost. Wzrost wartości do wysokości kosztu finansowego może być odniesiony na przychody finansowe.

¹¹ *Sprawozdanie finansowe za 2003 r.*, „Prawo Przedsiębiorcy” Nr 51/52 grudzień 2003–styczeń 2004 r.

¹² K. Czubakowska, W. Gabrusewicz, E. Nowak, op. cit., s. 86–87.

¹³ *Sprawozdanie finansowe...*, op. cit., s. 185–187.

- inwestycyjnych, jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, a także ujemne zrealizowane różnice kursowe z inwestycji,
- ujemny wynik z aktualizacji wartości inwestycji (wycena akcji, udziałów, certyfikatów inwestycyjnych, jednostek uczestnictwa, obligacji, opcji, kontraktów forward i swap, niezrealizowane ujemne różnice kursowe z inwestycji bez uwzględniania inwestycji długoterminowych o wartości przekraczającej wartość nabycia),
 - inne koszty finansowe, wśród których ujmowane są między innymi kontrakty terminowe futures i swap rozliczane na bieżąco, koszty pozyskania kapitału zakładowego w spółkach akcyjnych, niepokryte nadwyżką ceny emisyjnej ponad wartość nominalną.

3. Sposób ujmowania rezultatów zastosowania instrumentów finansowych i realizowanych transakcji rynku finansowego w przychodach i kosztach finansowych

Zgodnie z MSR 18 przychody finansowe w formie odsetek należy ujmować w ewidencji sukcesywnie w miarę upływu czasu, z uwzględnieniem efektywnej rentowności osiągniętej z tytułu użytkowania aktywów. Dywidendy jako kolejny rodzaj dochodu z kapitału powinny być ujmowane w momencie ustalania praw właścicieli do ich otrzymania.

Zbycie inwestycji, niezależnie od tego czy dotyczą one inwestycji finansowych czy niefinansowych (nieruchomości), czy mają charakter inwestycji długoterminowych czy krótkoterminowych, należy do transakcji zaliczanych do działalności finansowej i w rachunku zysków i strat wykazywane są w tym segmencie. Przychody i koszty z tytułu zbycia tych inwestycji ujmowane są per saldo, czyli po ich kompensacie wykazywane są jako zysk w przychodach finansowych lub jako strata w kosztach finansowych ze zbycia inwestycji¹⁴. Nieco bardziej skomplikowane jest ujmowanie wpływu aktualizacji wartości inwestycji na wynik finansowy.

Zasady wyceny inwestycji ujęte zostały w ustawie o rachunkowości i są zróżnicowane w zależności od tego czy odnoszą się do inwestycji długo- czy krótkoterminowej. Tak więc inwestycje zaliczane do aktywów trwałych wyceniane są na moment bilansowy:

- według ceny nabycia pomniejszonej o trwałą utratę wartości,
- według wartości godziwej.

Można je także wycenić w cenie rynkowej, jeśli istnieje dla inwestycji aktywny rynek.

¹⁴ I. Olchowicz, A. Tłaczala, *Sprawozdawczość finansowa*, Difin, Warszawa 2002, s. 201–202.

Wzrost wartości inwestycji długoterminowych wpływa na bilans poprzez zwiększenie kapitału z aktualizacji wyceny. Powiązanie aktualizacji wartości tych aktywów z rachunkiem zysków i strat, a konkretnie z przychodami finansowymi nastąpi tylko wtedy, gdy po uprzednim zmniejszeniu wartości inwestycji nastąpi jej wzrost. Jednak wzrost wartości inwestycji ujmowany jako przychód nie może być wyższy od wcześniej zaksięgowanego kosztu finansowego. Obniżenie wartości inwestycji długoterminowych nieoprowadzone wcześniejszym ich wzrostem obciąża koszty finansowe. Jeśli natomiast wcześniej nastąpił wzrost ich wartości ujęty w kapitale z aktualizacji wyceny, to następujące potem obniżki obciążają koszty finansowe tylko w kwocie przekraczającej kapitał z aktualizacji wyceny, a więc po jego „wyczerpaniu”¹⁵.

Inaczej wpływają na wynik finansowy skutki wyceny inwestycji krótkoterminowych.

Zgodnie z ustawą o rachunkowości inwestycje krótkoterminowe mogą być wycenione:

- według ceny rynkowej,
- według ceny nabycia lub ceny rynkowej, w zależności od tego, która jest niższa.

W sytuacji, gdy dla inwestycji krótkoterminowej nie istnieje aktywny rynek, wtedy mogą być one wycenione według wartości godziwej w inny sposób.

Wzrost lub obniżenie wartości inwestycji krótkoterminowych ustalone według cen rynkowych znajduje odzwierciedlenie odpowiednio w przychodach lub kosztach finansowych. Wtedy, gdy w wycenie stosuje się inne niż wskazane wcześniej zasady wyceny (wartości godziwych nie będących rynkowymi) skutki obniżenia zalicza się w pełnej wysokości do kosztów finansowych. Natomiast skutki wzrostu ich wartości stanowią przychody finansowe tylko do wielkości nieprzekraczającej kwotę różnic uprzednio obciążających koszty finansowe¹⁶.

Stanowiące element przychodów i kosztów finansowych różnice kursowe, zgodnie z ustawą o rachunkowości, ujmowane są rachunku zysków i strat „per saldo”¹⁷. Oznacza to, w sytuacji wystąpienia w danym okresie zarówno dodatnich, jak i ujemnych różnic kursowych, że ich saldo w rachunku zysków i strat będzie odpowiednio uwzględnione jako element przychodów bądź kosztów finansowych.

¹⁵ Tamże, s. 202–203 i 206.

¹⁶ Tamże, s. 203.

¹⁷ Art. 42 ust. 3 powoływanej ustawy o rachunkowości.

4. Podstawy wyceny i wyznaczania dochodowości z instrumentów finansowych

Prezentując zagadnienie wpływu instrumentów rynku finansowego na wynik finansowy podmiotu warto zwrócić uwagę na szerszy problem, jakim są formuły dochodowości i wspomnianej już wyceny tych instrumentów. Zagadnienie to leży w obszarze zainteresowania wszystkich uczestników rynku finansowego, nie tylko instytucjonalnych, ale także indywidualnych. Wiąże się bowiem z procesami decyzyjnymi na tym rynku.

Wycena instrumentu finansowego polega na ustaleniu zależności między wartością instrumentu, a jego stopą dochodu, co ma istotny wpływ na decyzje inwestorów. Wyróżnia się wartość nominalną i wartość rynkową instrumentu. Ta zmienia się w zależności od popytu i podaży. Ponieważ każdy instrument oznacza zobowiązanie, inaczej wycenia go emitent mając na uwadze koszty, jakie ponosi w związku z pozyskaniem kapitału, a inaczej nabywca, kierując się oczekiwaną korzyścią. Na rynku wtórnym jego wycenę przeprowadza także pośrednik.¹⁸

Są dwa sposoby wyceny instrumentów finansowych. Pierwszy polega na przedstawieniu zależności wartości instrumentu od jego stopy dochodu. Wtedy stopa dochodu jest oczekiwaną stopą dochodu inwestora. Oznacza ona maksymalną cenę, jaką skłonny jest on zapłacić. Jest jednocześnie minimalną ceną, jaką skłonny jest zaakceptować sprzedający. Jeśli znana jest stopa dochodu inwestora, to na jej podstawie określa się wartość instrumentu, traktowaną jako sprawiedliwa cena.

Drugi sposób wyceny instrumentu polega na przedstawieniu zależności stopy dochodu od wartości instrumentu, która jest jego ceną rynkową. Jeśli cena ta jest znana, wtedy na jej podstawie ustala się stopę dochodu z instrumentu, która będzie zrealizowana. Inwestor albo ją zaakceptuje albo nie.

Tak więc z punktu widzenia wyceny można wyróżnić instrumenty finansowe o podstawie dochodowej i instrumenty o podstawie dyskontowej. Instrumenty o podstawie dochodowej w momencie emisji z reguły są sprzedawane po cenie odpowiadającej ich wartości nominalnej. W momencie wykupu ich posiadacz dostaje kwotę równą wartości nominalnej powiększonej o naliczone odsetki. Mogą one też być okresowo płatne. W obiegu wtórnym sprzedaż instrumentu odbywa się według ceny rynkowej. Może ona odbiegać od wartości nominalnej. Wtedy dochód korygowany jest o różnicę między ceną rynkową instrumentu, a jego wartością nominalną.

Instrumenty o podstawie dyskontowej w momencie emisji sprzedawane są po cenie niższej od wartości nominalnej. Dochodem inwestora jest różnica między wartością nominalną, a ceną sprzedaży tego instrumentu. Jest on

¹⁸ M. Wypych, *Finanse...*, op. cit., s. 186.

realizowany w momencie zakupu instrumentu i pozostaje w pełni w dyspozycji inwestora, jeśli inwestor nie sprzeda instrumentu przed terminem wykupu. Inwestor może nabyć instrumenty finansowe po terminie ich emisji, wtedy na jego dochód wpłynie również rynkowa cena zakupu¹⁹.

Zakończenie

Jak wskazano w opracowaniu, decyzje dotyczące transakcji rynku kapitałowego i zastosowania instrumentów finansowych wpływają zwiększająco lub zmniejszająco na wynik finansowy przedsiębiorstwa poprzez wpływ na przychody i koszty finansowe, stanowiące odrębny segment rachunku zysku i strat. Wynik operacji finansowych doliczany do zysku bądź straty z działalności operacyjnej kształtuje wynik z działalności gospodarczej.

Rozmiary wpływu instrumentów i transakcji rynku kapitałowego na wynik finansowy przedsiębiorstwa zależą z jednej strony od funkcjonowania rynku kapitałowego, jego rozpoznania przez przedsiębiorstwo oraz doboru przez przedsiębiorstwo jako uczestnika tego rynku odpowiednich instrumentów i jego aktywności w tym obszarze. Podmiot gospodarczy nie ma co prawda bezpośredniego wpływu na wielkość efektów transakcji finansowych, kształtujących wynik finansowy. Niemniej jednak ich zastosowanie jest rezultatem podjętych przez podmiot decyzji w tym zakresie.

Nawiązując do najbardziej popularnych przychodów finansowych, jakimi są odsetki od lokat, są one uzależnione od wielkości lokaty, terminu i oferowanej przez rynek bankowy stopy oprocentowania. Stopa ta jest zróżnicowana, m.in. w zależności od charakteru lokaty, stosowanej przez bank polityki w tym zakresie, a także od funkcjonowania rynku bankowego, w tym konkurencji między bankami.

Dochody z dywidend i innych udziałów w zyskach zależą z jednej strony od oferty rynku kapitałowego w zakresie możliwości nabywania instrumentów finansowych (akcje, udziały), podjętej w oparciu o oczekiwaną dochodowość decyzji dotyczącej ich zakupu i faktycznie wypracowanych zysków, z drugiej zaś strony od decyzji ich posiadaczy (akcjonariuszy, udziałowców) w zakresie podziału zysku, podejmowanych z uwzględnieniem propozycji zarządu spółki. Te z kolei są uwarunkowane różnymi czynnikami, wśród których są m.in. sytuacja finansowa przedsiębiorstwa, potrzeby kapitałowe w zakresie finansowania rozwoju, koszt poszczególnych składników kapitału, który ma być zaangażowany w rozwój, możliwości zewnętrznych zasileń w dodatkowy kapitał. Jeśli konkretny, rozpatrywany podmiot będący akcjonariuszem czy udziałowcem nie jest większościowym posiadaczem akcji czy

¹⁹ Tamże, s. 186–187.

udziałów nie ma decydującego wpływu na decyzje dotyczące podziału zysku, a tym samym na przeznaczenie go na dywidendę. Podobnie z resztą jak i nie ma wpływu na to czy przedsiębiorstwo, którego jest akcjonariuszem czy udziałowcem osiągnie zysk i jaka będzie jego wielkość.

Podobnie można rozpatrywać koszty dotyczące transakcji finansowych i zastosowanych instrumentów. Ich rozmiary również zależą od ustalonej przez rynek finansowy stopy procentowej bądź dyskontowej, dotyczącej pozyskiwania obcego kapitału. Wyznacza ją m.in. sytuacja na tym rynku, a także ryzyko ponoszone przez kapitałodawcę. W odniesieniu do kredytu bankowego na jego zróżnicowanie ma na pewno wpływ kwota i okres kredytowania, a także dotychczasowa i przewidywana w okresie kredytowania sytuacja finansowa przedsiębiorstwa – kredytobiorcy. Tak więc w pewnym zakresie przedsiębiorstwo ma wpływ na rozmiary obciążeń finansowych, zwłaszcza tych które dotyczą odsetek od obcego kapitału, w tym kredytu bankowego, a także pożyczek pieniężnych

Zaprezentowane zagadnienia pozwoliły wskazać wieloaspektowy wpływ instrumentów i transakcji rynku kapitałowego na wynik finansowy przedsiębiorstwa, kształtując zarówno jego przychody, jak i koszty, ujmowane w segmencie rachunku zysków i strat dotyczącym działalności finansowej.

Instrumenty te rzutują nie tylko na księgowy wynik finansowy, ale także na inne zasygnalizowane w pierwszej części opracowania wyniki działalności przedsiębiorstwa, jednak nie dokładnie w tym samym zakresie i ujęciu. W szczególności na wynik ekonomiczny wpływają nie tylko te elementy, które tworzą wynik księgowy, ale także te które jako rezultat zaangażowania kapitałów własnych wpływają na koszt kapitału własnego. Jego pozyskanie w znacznej mierze jest rezultatem transakcji na rynku kapitałowym (emisja i sprzedaż akcji czy sprzedaż udziałów). Tak więc na wynik ekonomiczny wpływa zmniejszając koszt całego zaangażowanego w danej strukturze kapitału, a nie tylko obciążenia dotyczące kapitałów obcych, jak ma to miejsce w odniesieniu do wyniku księgowego. Możliwości oszacowania kosztu kapitału własnego są różne. Ich dobór zależy od dostępu do informacji płynących z rynku kapitałowego. Są nimi na przykład cena rynkowa akcji, współczynnik β , stopa wolna od ryzyka czy ryzyko portfela rynkowego.

Instrumenty rynku kapitałowego wpływają także na wynik podatkowy. Nie oznacza to jednak całkowitej zgodności między wielkościami kształtującymi wynik księgowy, a tymi, które wpływają na wynik podatkowy. Dla przykładu można wskazać odsetki od obcego kapitału, które będąc kosztem są czynnikiem wpływającym na wynik księgowy. Nie zawsze w tym samym czasie są też elementem wpływającym na wynik podatkowy. Dzieje się tak wtedy, gdy naliczone odsetki nie były jeszcze w danym roku podatkowym zapłacone. Podobnie odsetki od lokat, które naliczone są przychodem finansowym kształtującym wynik księgowy. Przychodem w sensie podatkowym będą dopiero po ich uzyskaniu przez przedsiębiorstwo.

Zarówno zagadnienia dotyczące wpływu instrumentów i transakcji rynku finansowego na wynik ekonomiczny, jak i na wynik podatkowy wymagałyby szerszego zaprezentowania i stanowić mogą przedmiot odrębnego, pogłębionego opracowania. Odnosi się to także do wymienionego na wstępie strumieniowego ujęcia wyniku działalności przedsiębiorstwa.

LITERATURA

1. *Analiza finansowa w procesie decyzyjnym współczesnego przedsiębiorstwa*, praca zbiorowa pod red. G. Łukasik, Akademia Ekonomiczna, Katowice 2009.
2. Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa 2002.
3. Czubakowska K., Gabrusewicz W., Nowak E., *Przychody koszty wynik finansowy przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2009.
4. Dziworska K., *Decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2000.
5. Marcinek K., *Finansowa ocena inwestycji przedsiębiorstw*, Akademia Ekonomiczna, Katowice 2002.
6. Messner Z., Pfaff J., *Rachunkowość finansowa część I*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, 2009.
7. Olchowicz I., Tłaczała A., *Sprawozdawczość finansowa*, Difin, Warszawa 2002.
8. *Rachunkowość finansowa część II*, praca zbiorowa pod red. W. Gabrusewicza i Z. Kołaczyka.
9. *Sprawozdanie finansowe za 2003 rok*, „Prawo Przedsiębiorcy” nr 51/52, grudzień 2003–styczeń 2004.
10. Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, j.t. Dz. U. Nr 152 z 2009 r.
11. Wypych M., *Finanse i instrumenty finansowe*, Społeczna Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania w Łodzi, Łódź 2001.

STRESZCZENIE

Wprowadzając w zasadnicze zagadnienia, wynikające z tematu zasygnalizowano wieloaspektowe podejście do pojęcia wyniku finansowego. Opracowanie zawiera prezentację wpływu instrumentów i transakcji rynku kapitałowego na księgowy wynik finansowy rozumiany jako wynik netto. Uwzględniono różne tytuły przychodów oraz obciążeń kosztów będących rezultatem realizowanych przez przedsiębiorstwo operacji, wpływających na ten segment rachunku zysków i strat, jakim jest działalność finansowa. W zakończeniu opracowania zwrócono również uwagę na wpływ instrumentów i transakcji finansowych na inne, wyszczególnione na wstępie rezultaty działalności przedsię-

biorstwa, to jest wynik ekonomiczny, wynik podatkowy i wynik kasowy, nie rozwijając tych zagadnień. Uznano, że mogą one stanowić przedmiot odrębnego opracowania.

The positions of the financial market instruments and transactions in shaping the financial results of the company

SUMMARY

This paper presents the impact of the capital market instruments and transaction on the accounting profit defined as the net profit. In the introduction to the topic, the multidimensional approach to the “financial results” term was signaled.

Then there were presents different revenues and costs connected with the company’s financial operations together with their impact on the part of the profit and loss account recording the company’s financial activity. Finally, the impact of the financial instruments and transactions on other financial results, such as: economic profit, taxable profit and net cash flow, was analyzed briefly. Due to the complexity of these problems, they can be regarded as an interesting subject of the separate study.

BARTOSZ ORLIŃSKI

Wpływ instrumentów i transakcji finansowych na kształtowanie przepływów pieniężnych w przedsiębiorstwie

Wprowadzenie

Przepływy pieniężne w przedsiębiorstwie są silnie determinowane przez dostępne instrumenty finansowe i transakcje zachodzące na rynku pieniężnym i kapitałowym. Zarządzanie finansami podmiotu gospodarczego wymaga stałej analizy zmieniających się warunków rynkowych. Obserwacja instrumentów i transakcji finansowych tj. stopa procentowa, kredyt, papiery wartościowe oraz ich wpływu na finanse przedsiębiorstwa pozwala na podjęcie próby prognozowania przyszłości. Współcześnie dostęp do informacji gospodarczych na całym świecie jest bardzo szybki. Menagerowie są w stanie na bieżąco obserwować zmieniające się trendy na wszystkich istotnych giełdach na kuli ziemskiej. Elektroniczny dostęp do rynków finansowych dla inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych sprawia, iż natychmiastowo dochodzi do transakcji zakupu i sprzedaży papierów wartościowych, które kształtują przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej i finansowej jednostki gospodarczej.

Celem niniejszego artykułu jest wskazanie skutków jakie niesie za sobą wykorzystywanie instrumentów i transakcji finansowych dla przepływów pieniężnych w przedsiębiorstwie. Na jego potrzeby przeprowadzono analizę aktualnych publikacji, związanych z problematyką transakcji finansowych i przepływów pieniężnych. Na podstawie studiów teoretycznych wzajemnych zależności, wykorzystując indukcyjną metodę badawczą opracowano wnioski.

2. Przepływy pieniężne w ujęciu retrospektywnym i prospektywnym

Analizę przepływów pieniężnych można przeprowadzić zarówno na bazie danych historycznych, jak i na bazie prognozowanych wielkości. Na świecie istnieje elastyczne podejście do formy prezentacji danych w ujęciu retrospektywnym. Poza wymaganiami giełdowymi z reguły nie podaje się wzorów, na których należałoby sporządzać sprawozdanie. Rolę unifikacyjną pełnią światowe standardy w zakresie rachunkowości np. amerykański Standard Rachunkowości Finansowej nr 95 z 1987 roku, brytyjski Standard Sprawozdawczości Finansowej nr 1 z 1992 roku czy najważniejsze wytyczne jakimi są Międzynarodowe Standardy Rachunkowości nr 7 z 1994. Nie wskazują one jednak konkretnego wzoru jak powinien wyglądać rachunek przepływów pieniężnych, ale określają szczegółowe podziały, definicje, sugerują pewne sposoby prezentacji danych, wskazują rozwiązania w skomplikowanych przypadkach oraz zawierają przykładowe rachunki przepływów pieniężnych.¹

Możemy wyróżnić trzy podstawowe grupy przepływów pieniężnych:

- przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej,
- przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej,
- przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej.²

Warto zauważyć, iż posługując się metodą pośrednią trudne jest interpretowanie i uchwycenie przepływów pieniężnych, ponieważ jest to metoda eliminacji, polegająca na korygowaniu wyniku finansowego netto w taki sposób, aby był zgodny z przepływami netto środków pieniężnych. Nie wykazuje ona rzeczywistych wpływów i wydatków w przeciwieństwie do metody bezpośredniej.³ Wynik finansowy pochodzi z rachunku zysków i strat, który z ujęcia memoriałowego zostaje przekształcony w ujęcie kasowe za pomocą odpowiednich korekt, które dotyczą głównie pozycji, które nie skutkowały przepływami pieniężnymi, np. amortyzacji, zmiany stanu należności lub zobowiązań oraz pozycji, które przyczyniły się do ruchów środków pieniężnych, a nie były wykazane w rachunku zysków i strat.⁴ W kolejnym etapie dokonuje się korekt związanych z różnicami kursowymi, odsetkami i udziałami w zyskach kapitałowych, zmianami stanu rezerw.⁵

Analizując przepływy pieniężne z działalności operacyjnej otrzymujemy informację czy przedsiębiorstwo było w stanie regulować swoje bieżące

¹ T. Maślanka, *Przepływy pieniężne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw*, C.H. Beck, Warszawa 2008, s. 18.

² T. Kiziukiewicz, *Sprawozdanie z przepływu środków pieniężnych w zarządzaniu firmą*, PWE, Wrocław 1995, s. 38–39.

³ T. Maślanka, op. cit., s. 55–56.

⁴ E. Śnieżek, *Przepływy pieniężne ex post i ex ante*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 50.

⁵ M. Rzepnikowska, E. Śnieżek, *Przepływy środków pieniężnych*, FRR w Polsce, Warszawa 1995, s. 66.

zobowiązania wpływami skorelowanymi ze sprzedażą dóbr i usług. Saldo środków pieniężnych netto z działalności inwestycyjnej wskazuje czy dany podmiot gospodarczy mógł pokryć wszystkie wydatki inwestycyjne w badanym okresie wpływami z tej działalności. Określenie salda przepływów z działalności finansowej pozwala zaś ustalić w jakim zakresie przedsiębiorstwo finansowało się kapitałem obcym w analizowanym okresie.⁶

Dokonując analizy przepływów pieniężnych w ramach trzech grup działalności: operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej oraz sumując wyniki z każdej z nich otrzymamy realną zmianę stanu środków pieniężnych w danym roku obrotowym. Ujęcie retrospektywne, bazujące na danych historycznych odnosi się do wpływów i wydatków mających miejsce w przeszłości.⁷ Uproszczone badanie przepływów pieniężnych pozwala wychwycić konkretne wpływy i wypływy gotówkowe, zaś rozszerzona analiza umożliwi dodatkowo badanie przyczyn obiegu pieniądza w przedsiębiorstwie, a także ocenę wpływu sytuacji rynkowej, zawartych transakcji i instrumentów finansowych na nie.

Przepływy pieniężne w ujęciu prospektywnym wiążą się bezpośrednio z procesem planowania, który daje możliwość dokonania możliwie najlepszego wyboru spośród dostępnych w danych warunkach i w konkretnym czasie, a przede wszystkim z procesem prognozowania. Jego skutkiem jest opracowanie możliwych zmian terażniejszości i wyobrażenia o przyszłości. Planowanie zaś pozwala na przygotowanie się, podjęcie pewnych działań, które mają na celu dostosowanie się do opracowanej wizji. R. Ackoff określa planowanie jako „projektowanie pożądanej przyszłości i efektywnego sposobu jej osiągnięcia”.⁸

W warunkach gospodarki rynkowej oraz stale postępujących procesów integracji i globalizacji planowanie jest niezbędną częścią prowadzenia działalności gospodarczej. Szczególnie planowanie finansowe zarówno w długim, jak i w krótkim okresie jest kluczowe dla osiągnięcia sukcesu na coraz bardziej wymagających rynkach.⁹ Konkurencja w warunkach globalizacji wymaga od podmiotów gospodarczych nie tylko biernego przewidywania przyszłości i dostosowywania się do niej, lecz aktywnego planowania, które wyznaczy cele oraz narzędzia służące do ich realizacji. Należy podkreślić, iż planowanie jest narzędziem, które służy optymalizacji podejmowanych decyzji oraz działań. Winno elastycznie reagować na wszelkie zmiany, jakie zachodzą w otoczeniu przedsiębiorstwa, a także mogą mieć wpływ na jego funkcjonowanie.¹⁰

Prognozowanie przepływów pieniężnych w przedsiębiorstwie – będące częścią procesu planowania – wymaga od zarządzających analizy wpływu

⁶ W. Gos, *Rachunek przepływów pieniężnych a zarządzanie środkami pieniężnymi*, [w:] *Zarządcze aspekty rachunkowości*, T. Kiziukiewicz (red.), PWE, Warszawa 2003, s. 105–106.

⁷ E. Śnieżek, *Przepływy pieniężne...*, op. cit., s. 73.

⁸ R. Ackoff, *Creating the Corporate Future*, John Wiley & Sons, New York 1981, s. 34.

⁹ W. Bień, *Planowanie płynności finansowej*, *Rachunkowość* nr 4, Warszawa 1993, s. 27.

¹⁰ D. Zarzecki, *Planowanie finansowe w organizacjach gospodarczych*, *Rachunkowość* nr 1, 1994, s. 14.

instrumentów i transakcji finansowych na ich kształtowanie. Powoduje to rozszerzenie analizy o dodatkowe czynniki, które mogą determinować wpływy i wypływy gotówkowe. W dalszej części opracowania zbadano wpływ instrumentów tj. stopa procentowa, papiery wartościowe (akcje, obligacje, bony skarbowe, bony pieniężne, bony komercyjne przedsiębiorstw), polityka dywidendy oraz transakcji m.in. zaciągnięcie kredytu, założenie depozytu lub wykup akcji własnych na kształtowanie się przepływów pieniężnych w przedsiębiorstwie. Konieczność wzięcia pod uwagę ich wpływu na obieg gotówki wymusza potrzebę stałego monitorowania sytuacji makroekonomicznej, która determinuje np. wysokość stopy procentowej czy wycenę poszczególnych papierów wartościowych.

W praktyce od zarządzających finansami jednostki gospodarczej wymaga się projektowania wpływów i wydatków gotówkowych. Im wcześniej mają oni odpowiednią informację o przepływach gotówki w przedsiębiorstwie, tym lepsze decyzje są w stanie podjąć. Wyróżnia się planowanie strategiczne, które obejmuje okres do 5 lat i ma na celu wykorzystanie potencjału przedsiębiorstwa do utrzymania lub poprawienia jego pozycji na rynku. W jego ramach stosuje się planowanie operacyjne, którego horyzont czasowy jest nie dłuższy niż 1 rok. Im krótszy okres, tym bardziej szczegółowe czynniki analizują osoby zarządzające płynnością finansową, bowiem płynność finansowa – szczególnie w krótkim okresie – jest niezwykle istotna dla każdego podmiotu gospodarczego.¹¹

W każdym przedsiębiorstwie stosuje się inną szczegółowość budowanych planów. Wynika to głównie z odmiennej specyfiki działalności poszczególnych podmiotów. Schemat projektowania planów zakłada, iż prace rozpoczynają się od projekcji planów cząstkowych w ramach konkretnych działów firmy. Tak rozumiane budżety tworzą w efekcie jeden spójny budżet gotówki.¹²

W zarządzaniu płynnością finansową należy pamiętać o kontroli zgodności zaprojektowanego planu z faktycznym sływem środków pieniężnych oraz ponoszonych wydatków. Oszacowanie odchyleń wpływa na ewentualne zmiany bieżącej polityki sprzedaży, zmiany potrzeb kredytowych, negocjowanie terminów, spłaty powstałych zobowiązań czy decyzje modyfikujące wielkość produkcji w danym czasie.¹³

Preliminarz obrotów gotówkowych nie jest narzędziem obligatoryjnym, dlatego każde przedsiębiorstwo tworzy go na własne potrzeby i w dogodny sobie sposób. Wyróżnić można jednak kilka najczęściej występujących etapów w procedurze sporządzania preliminarza, będącego podstawowym narzędziem analizy przepływów pieniężnych w ujęciu prospektywnym:

¹¹ E. Eljasiak, W. Parteka, *Przepływy gotówkowe: ustalenie, analiza, planowanie, zarządzanie*, Ośrodek Szkolenia i Doradztwa Kadr, Gdańsk 2005, s. 92.

¹² D. Colin, *Rachunek kosztów*, PWN – Chapman and Hall, Warszawa 1995, s. 370.

¹³ K. Znanięcka, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 1997, s. 48.

- a) prognoza sprzedaży,
- b) prognoza wpływów ze sprzedaży na bazie dostępnych informacji o jej wielkości w danym okresie, warunków handlowych, które wyznaczają czas jaki wystąpi od momentu faktycznej sprzedaży do chwili spływu należności,
- c) prognoza pozostałych wpływów w oparciu o inne aspekty działalności przedsiębiorstwa (czynsze, odszkodowania, zwroty podatku, wpływy z odsetek, dywidendy),
- d) prognoza wszystkich wydatków w danym okresie związanych z zakupem materiałów, surowców, ubezpieczeń, energii, wypłatami wynagrodzeń, dywidend, spłatami kredytów, pożyczek, płatnościami do budżetu państwa z tytułu podatków, itd. w oparciu o zaprojektowaną wielkość sprzedaży,
- e) oszacowanie salda środków pieniężnych w danych okresie.

W praktyce występują pewne trudności związane z przesunięciem się niektórych zdarzeń na osi czasu lub ich niewystąpieniem. Jednak skuteczne posługiwanie preliminarzem obrotów gotówkowych – czyli analizą przepływów pieniężnych w ujęciu prospektywnym – pozwala na optymalizowanie decyzji pozwalających zachować płynność finansową przedsiębiorstwu.¹⁴

3. Instrumenty i transakcje finansowe w działalności inwestycyjnej przedsiębiorstwa

Podstawowym instrumentem finansowym, wpływającym na przepływy pieniężne jest stopa procentowa, która determinuje zdolność operacyjną i alokacyjną rynku finansowego. W zależności od jej wysokości przedsiębiorstwa sterują nadwyżkami i niedoborami środków pieniężnych na rachunkach. Skutkiem tego działania jest dojście do transakcji na rynku pieniężnym, które najczęściej przyjmują formę kredytu lub depozytu.¹⁵

Bardzo dobrym przykładem wpływu stopy procentowej na przepływy pieniężne są transakcje zaciągania kredytu bankowego lub lokowania środków pieniężnych w formie depozytu. Na rynku międzybankowym ustalana jest średnioważona stopa procentowa wynikająca ze wszystkich ofert lokat – BID oraz ofert pożyczek – OFFER, jakie się na nim pojawiły. W Polsce stawki te nazywane są WIBID (Warsaw Interbank Bid Rate) oraz WIBOR (Warsaw Interbank Offer Rate).¹⁶ Stanowią one bazę ceny produktu bankowego – jaki jest oferowany przedsiębiorstwom – powiększoną o marżę banku, dlatego wysokość stóp procentowych na rynku międzybankowym wpływa bezpośred-

¹⁴ E. Śniezek, *Przepływy pieniężne...*, op. cit., s. 123–124.

¹⁵ M. Łukaszewski, J. Śladkowski, *Rynki finansowe*, UPGOW, Warszawa 2010, s. 23.

¹⁶ *Rynek pieniężny i kapitałowy*, I. Pyka (red.), AE Katowice, Katowice 2003, s. 40–44.

nio na cenę krótkoterminowych depozytów i kredytów lub pożyczek udzielanych przedsiębiorstwom. W zależności od ceny danego instrumentu menagerowie podejmują decyzje o lokowaniu lub pożyczaniu środków pieniężnych, aby optymalizować zarządzanie płynnością finansową jednostki.

Dla działalności inwestycyjnej istotne są wypływy i wpływy związane z założeniem lub zlikwidowaniem depozytu bankowego. Ta forma inwestycji gwarantuje pełną ochronę zainwestowanego kapitału, dlatego wpływ z lokaty jest zawsze większy niż wypływ. Różnica pomiędzy jednym przepływem a drugim zależy od rynkowej stopy procentowej oraz od stawki podatku dochodowego od zysków kapitałowych. Wyróżnić można depozyty ze zmienną lub stałą stopą zwrotu. Oznacza to, iż w pierwszym przypadku zmiany stopy procentowej w trakcie trwania lokaty powodują zmianę stopy zwrotu, co bezpośrednio kształtuje wpływ gotówkowy po zamknięciu pozycji. W drugim przypadku stopa zwrotu jest określona w momencie zdeponowania środków pieniężnych i zmienność rynkowej stopy procentowej nie ma wpływu na wysokość odsetek uzyskiwanych od zainwestowanego kapitału, a także wpływ gotówkowy. Decyzje o zawieraniu transakcji lokowania środków pieniężnych podejmowane przez przedsiębiorstwa są uzależnione od wysokości stopy procentowej. W przypadku założenia depozytu oddziałuje ona także na wysokość wpływów pieniężnych po zlikwidowaniu lokaty, bowiem determinuje zysk kapitałowy po opodatkowaniu, czyli w ujęciu kasowym nadwyżkę środków pieniężnych nad zainwestowanym kapitałem.

Warto przypomnieć, iż jednym z czynników determinujących posiadanie zasobów gotówkowych w przedsiębiorstwie jest motyw spekulacyjny. Wynika on z możliwości pojawienia się nieoczekiwanych okazji, które przyniosą realny zysk. Podmiot gospodarczy dysponujący wolnymi środkami pieniężnymi może zakupić po atrakcyjnej cenie surowce, materiały, towary albo zainwestować posiadaną gotówkę w inny sposób np. udzielając korzystnie oprocentowanej pożyczki. Wartość zasobów pieniężnych utrzymywanych ze względu na motyw spekulacyjny zależy od poziomu rynkowych stóp procentowych. Jeżeli są one relatywnie wysokie wtedy zarządzający dążą do minimalizowania posiadanego poziomu gotówki i inwestują krótkoterminowo, np. kupując krótkoterminowe papiery wartościowe. Jeżeli zaś rynkowe stopy procentowe są niskie warto dłużej utrzymywać środki pieniężne na rachunkach bankowych lub w kasie, ponieważ koszty alternatywne są niewielkie, zaś istnieje prawdopodobieństwo pojawienia się innego rodzaju okazji, np. zakupu towarów po atrakcyjnej cenie.¹⁷

Przykład procesu decyzyjnego managerów odpowiedzialnych za finanse przedsiębiorstwa w reakcji na rynkowe stopy procentowe ilustruje wpływ tego instrumentu na kształtowanie przepływów pieniężnych z działalności

¹⁷ W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2001, s. 199.

inwestycyjnej. Na rynku finansowym dochodzi do wielu transakcji zakupu i sprzedaży różnego rodzaju papierów wartościowych. W zależności od wyceny poszczególnych aktywów przedsiębiorstwa dysponujące nadwyżkami lub niedoborami gotówkowymi dokonują transakcji celem optymalizacji poziomu płynności finansowej. Należy zaznaczyć, że ze względu na horyzont czasowy podejmowanych inwestycji wyróżnia się transakcje krótkoterminowe, dokonywane na rynku pieniężnym oraz długoterminowe, realizowane na rynku kapitałowym. Przedsiębiorcy dokonując inwestycji, których skutkiem są wypływy i wpływy gotówkowe kierują się wieloma celami, których wcześniej nie sygnalizowano. Mogą być one związane z rozwojem przedsiębiorstwa, wzrostem jego wartości, chęcią dywersyfikacji źródeł osiąganych korzyści lub maksymalizacji zysków. Jednak w każdej z tych sytuacji zakup papierów wartościowych oraz korzyści wynikające z ich posiadania (np. dywidenda, udział w zyskach, odsetki) rodzą skutki w postaci wypływu oraz wpływów środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej.

Charakterystyczne dla działalności inwestycyjnej przedsiębiorstwa są wydatki związane z nabyciem takich instrumentów finansowych jak akcje, obligacje lub inne papiery wartościowe przynoszące korzyści np. bony skarbowe i pieniężne. Ich nabycie przez podmioty gospodarcze prowadzące niefinansową działalność powinno być poprzedzone analizą fundamentalną i mieć średni lub długi horyzont czasowy. Taki cel dokonywania transakcji na rynku kapitałowym jest w ujęciu kasowym bezpośrednio związany z inwestycyjnym wpływem pieniężnym.

Nie tylko zakup bądź sprzedaż papierów wartościowych powoduje ruch pieniądza w przedsiębiorstwie. Posiadanie instrumentów udziałowych i dłużnych jest powiązane także z czerpaniem korzyści przez ich właściciela w formie dywidend lub odsetek. Profity dla inwestorów są bezpośrednią przyczyną otrzymywania środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej. Warto podkreślić, iż dywidendy i odsetki wykazywane w tej części działalności w rachunku przepływów pieniężnych mają zawsze znak dodatni w przeciwieństwie do działalności finansowej, gdzie odsetki i dywidendy są odnotowywane ze znakiem ujemnym i stanowią wydatek gotówkowy.

Wpływy pieniężne z działalności inwestycyjnej są jednak przede wszystkim skutkiem sprzedaży posiadanych aktywów. Wyróżnić można sprzedaż zbędnych aktywów trwałych, wynikającą z restrukturyzacji przedsiębiorstwa, poprawy jego produktywności lub zmiany struktury płynności aktywów finansowych. Decyzje o sprzedaży aktywów finansowych są związane z ich terminem wykupu, korzystną ceną rynkową, pozwalającą uzyskać stopę zwrotu wyższą niż pierwotnie oczekiwana lub pesymistycznymi prognozami dotyczącymi kształtowania się cen w przyszłości. Drugi rodzaj sprzedaży jest związany z koniecznością pozyskania środków pieniężnych celem regulacji zobowiązań przedsiębiorstwa. Taka sytuacja może świadczyć o problemach płatniczych, a nawet kryzysie. Jest to sygnał dla zarządzających do podjęcia

zmian strukturalnych i poszukiwania nowych rozwiązań w zakresie przepływów pieniężnych.¹⁸

4. Instrumenty i transakcje finansowe w działalności finansowej przedsiębiorstwa

Działalność finansowa w rachunku przepływów pieniężnych obrazuje wpływ transakcji, związanych z pozyskiwaniem oraz spłatą kapitału na saldo posiadanej gotówki. W celu pozyskiwania finansowania jednostek gospodarczych wykorzystuje się różne instrumenty rynku finansowego np. akcje czy obligacje lub kredyt. Emisja papierów właścicielskich pozwala na pozyskanie kapitału własnego, zaś emisja dłużnych papierów wartościowych lub zaciągnięcie kredytu kapitału obcego.¹⁹ W ramach transakcji finansowych, związanych z pozyskiwaniem kapitału własnego warto wyróżnić dodatkowe narzędzia, które mają wpływ na przepływy pieniężne w przedsiębiorstwie, tj. polityka dywidendy lub wykup akcji własnych.

Pierwszym rodzajem instrumentu rynku kapitałowego mającego wpływ na przepływy pieniężne są papiery udziałowe, które stanowią odwzorowanie kapitału zakładowego (podstawowego) wniesionego przez właścicieli (akcjonariuszy). Naturalnie dotyczy to tylko tych udziałów i akcji, które zostały opłacone gotówką. Na gruncie prawa polskiego istnieje również możliwość nabycia instrumentów udziałowych w zamian za aport niepieniężny. Wtedy taka transakcja jest neutralna z punktu widzenia przepływów pieniężnych z działalności finansowej. W innym wypadku przedsiębiorstwo rejestruje wpływ gotówkowy.

Pozyskanie środków pieniężnych może nastąpić zarówno dzięki emisji pierwotnej przy zakładaniu danego podmiotu gospodarczego, jak i przy kolejnej emisji nowych papierów wartościowych, mających na celu pozyskanie finansowania dalszego rozwoju przedsiębiorstwa. Każda z tych transakcji jest w istocie pozyskaniem kapitału własnego, co powoduje wpływ gotówkowy z działalności finansowej.²⁰

Nabywca udziałów lub akcji ma wiele praw inkorporowanych w papierze wartościowym. Akcjonariusz jako współwłaściciel spółki ma prawo do uczestniczenia w spółce akcyjnej oraz w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, ma prawo do udziału w zysku w formie dywidendy i w majątku spółki. W przypadku nowych emisji posiada również prawo poboru. Nabyte prawa wraz z akcją rodzą określone skutki w zakresie przepływów pieniężnych, np. wy-

¹⁸ *Analiza finansowa w procesie decyzyjnym przedsiębiorstwa*, G. Łukasik (red.), Wydawnictwo AE, Katowice 2009, s. 121–122.

¹⁹ T. Kiziukiewicz, *Sprawozdanie...*, op. cit., s. 38–39.

²⁰ *Rynek pieniężny...*, op. cit., s. 175.

datek będący realizacją zysku podzielonego – dywidendy lub wydatek będący efektem likwidacji spółki i podziału wcześniej spieniężonego majątku przedsiębiorstwa na poszczególnych akcjonariuszy.²¹

Gotówkowa polityka dywidendy ma istotne znaczenie dla inwestorów i dla samego przedsiębiorstwa. Jest silnie skorelowana ze zdolnością generowania zysków, potrzebami inwestycyjnymi oraz rozwojem danego podmiotu. Optymalna polityka dywidendy powinna zapewnić stan równowagi między bieżącą kwotą dywidendy, a przyszłym wzrostem zysku kapitałowego (ceny rynkowej akcji), co wymaga zachowania właściwych relacji: ryzyko – zysk, dywidenda – cena akcji, wypłata dywidendy – finansowanie rozwoju. Jest to związane z szeregiem decyzji dotyczących rodzaju, wielkości oraz harmonogramu wypłat dokonywanych na rzecz akcjonariuszy, co bezpośrednio wpływa na przepływy pieniężne. W przypadku inwestorów długoterminowych dywidenda stanowi oczekiwany stały dochód z inwestycji. Warto zauważyć, iż polityka dywidenda jest ściśle powiązana z cyklem życia i rozwoju przedsiębiorstwa. Wczesna faza funkcjonowania jednostki gospodarczej jest powiązana z dużym zapotrzebowaniem na nakłady inwestycyjne. Bardzo często na tym etapie rozwoju wszystkie nadwyżki środków pieniężnych z działalności operacyjnej oraz finansowej są przeznaczane na wydatki inwestycyjne i spółka nie jest w stanie wypłacić części zysku akcjonariuszom. Wskazuje to, iż dopiero w momencie osiągnięcia stabilności w fazie dojrzałości przedsiębiorstwa są w stanie realizować wypłatę dywidendy. Jest to związane nie tylko z wygenerowaniem dodatniego wyniku finansowego, ale także z posiadaniem nadwyżek gotówkowych na rachunkach bankowych.²²

Najbardziej oczekiwaną formą realizacji polityki dywidendy jest dywidenda gotówkowa, czyli wypłata gotówki akcjonariuszom pomniejszająca zyski zatrzymane. Wypłacana jest celem osiągnięcia oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji. Mimo, iż przedsiębiorstwo realizuje wpływ środków pieniężnych z działalności finansowej, transakcja ta nie jest kosztem. Podjęcie decyzji o wypłacie dywidendy powinno być poprzedzone analizą źródeł jej pokrycia, a przede wszystkim oceną wystarczalności gotówkowej przepływów operacyjnych. Właściciele winni być pewni, iż wypłata części zysku zatrzymanego nie spowoduje trudności z utrzymaniem odpowiedniego poziomu płynności finansowej w kolejnym okresie. W praktyce gospodarczej decyzja o wypłacie dywidendy zależy w większym stopniu od wielkości generowanych przez przedsiębiorstwo wolnych przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy (free cash flow to equity, w skrócie – FCFE), niż od dochodów uzyskiwanych z działalności.²³

²¹ Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, http://www.gpw.pl/materialy_educacyjne [01.02.2012].

²² *Analiza finansowa...*, op. cit., s. 127.

²³ P. Szczepankowski, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo WSPiZ, Warszawa 2004, s. 43.

Istnieje również inna forma realizacji polityki dywidendy – w postaci nowej emisji akcji. Nie rodzi ona skutków dla przepływów pieniężnych, gwarantuje utrzymanie poziomu płynności finansowej, zwiększa płynność akcji na rynku wtórnym oraz pozwala na emisję akcji bez poniesienia kosztów transakcyjnych.²⁴

Obecnie obserwuje się wzrost znaczenia na rynkach finansowych transakcji wykupów akcji własnych. Jest to niezwykle istotne źródło przepływu środków pieniężnych, przeznaczonych dla akcjonariuszy, ponieważ pozwala na alternatywny i bardziej efektywny sposób zaangażowania uwolnionych kapitałów. Buy back ma bezpośredni wpływ na przepływy pieniężne z działalności finansowej, bowiem polega na odkupie akcji od właścicieli – najczęściej za gotówkę. Uważa się, iż ta forma przepływów pieniężnych do akcjonariuszy jest korzystniejsza dla spółki aniżeli wypłata dywidendy. Wiąże się to ze stale rosnącymi oczekiwaniami w przypadku regularnie wypłacanej dywidendy oraz negatywnym efektem psychologicznym w przypadku jej pomniejszenia lub wstrzymania, który może spowodować spadek cen akcji. Wykup własnych papierów udziałowych może być sygnałem dla rynku, że akcje są niedowartościowane skoro zarząd spółki wraz z jej właścicielami podejmuje decyzję o ich wykupie. Jest to efekt asymetrii informacji. Może to spowodować wzrost cen akcji. W takiej sytuacji akcjonariusz osiąga dwa równoległe cele: wzrost wartości zainwestowanego kapitału połączony z mniejszą liczbą akcji mających prawa do udziału w zysku (na mocy polskiego prawa akcje własne wykupione od akcjonariuszy nie mają prawa do dywidendy) oraz realizację zysków poprzez otrzymanie gotówki w ramach transakcji buy back.²⁵ Inną zaletą tej formy przepływów pieniężnych do akcjonariuszy jest większa elastyczność. Dywidenda przysługuje wszystkim właścicielom, zaś wykup dotyczy tylko tej części akcjonariatu, która będzie zainteresowana taką formą realizacji zysku. Bardzo często przyjmuje się, iż cena akcji w ramach buy back jest ceną rynkową powiększoną o premię motywującą akcjonariuszy do odsprzedania papierów wartościowych. To sprawia, iż realizują oni dodatkowe korzyści.²⁶

Należy pamiętać, iż do transakcji wykupu akcji własnych może dojść tylko wtedy, gdy spółka posiada nadwyżki środków pieniężnych. Inwestycja we własne aktywa winna być dla spółki korzystniejsza niż alternatywne rozwiązania wykorzystania posiadanych zasobów gotówki. Stwierdzenie przez obserwatorów rynku finansowego, iż zarządzającym brakuje pomysłów na dalszy rozwój przedsiębiorstwa może mieć niekorzystny wpływ na wycenę akcji. Decyzja o wykupie akcji własnych należy do bardzo trudnych. Z punktu wi-

²⁴ M. Olszowy, *Polityka dywidendy jako element zarządzania spółką publiczną*, <http://inwestycje.pl> [10.01.2012].

²⁵ A. Rutkowski, *Czy warto dokonać wykupu akcji własnych*, <http://mojafirma.infor.pl> [08.01.2012].

²⁶ T. Marciniak, *Wykup akcji własnych w teorii i praktyce*, <http://ceo.cxo.pl> [09.01.2012].

dzenia interesu spółki najlepszym momentem na buy back jest *bessa*. Wtedy cena rynkowa akcji jest niższa od tej wynikającej z analizy fundamentalnej. W tym okresie banki wymagają jednak na przedsiębiorstwach utrzymywania gotówki celem optymalizacji płynności finansowej. Bardzo często wraz z pogorszeniem sytuacji na rynkach finansowych rośnie poziom trudności otrzymania kredytów, które dodatkowo stają się droższe. Wszystkie wymienione czynniki powodują, iż niezwykle trudno jest podjąć decyzję o wykupie akcji. Tym bardziej, że nieznanne są dalsze skutki tej transakcji dla spółki w zakresie kształtowania się rynkowych cen akcji oraz przepływów pieniężnych w sytuacji dużej zmienności otoczenia gospodarczego. Rekomenduje się wykorzystanie kredytu do sfinansowania wykupu akcji tylko spółkom o stabilnych przepływach pieniężnych, wysokiej płynności aktywów oraz dużej rentowności celem uzyskania efektu tarczy podatkowej. Ta forma finansowania może spowodować, że zysk przypadający na jedną akcję nie wzrośnie ze względu na konieczność poniesienia kosztu finansowego, co nie występuje w przypadku dokonania transakcji buy back z własnych zasobów pieniężnych.²⁷

Konsekwencje dokonania transakcji wypłaty dywidendy pieniężnej i wykupu akcji własnych są takie same z punktu widzenia rachunku przepływów pieniężnych. Obydwie zostają ujęte jako wypływ środków pieniężnych z działalności finansowej i stanowią transfer gotówki, pochodzącej z nadwyżek operacyjnych środków pieniężnych lub kredytów do akcjonariuszy.²⁸ Wykupy własnych akcji są przede wszystkim determinowane trzema głównymi motywami. Pierwszy odnosi się do sytuacji, w której spółka nie posiada rentownych projektów inwestycyjnych o dodatnim NPV, stale generuje dodatnie środki pieniężne netto i ma dobre prognozy na przyszłość. Drugi jest związany z posiadaniem przez jednostki gospodarcze zbędnych, niepracujących aktywów. Zaś kapitał pozyskany z ich sprzedaży jest przeznaczany na wykup akcji własnych. Trzeci motyw odnosi się do spółek, które nie posiadają zadłużenia i podejmują decyzję o zaciągnięciu długu w celu sfinansowania wykupu akcji własnych chęcią zmiany struktury kapitału, co rodzi bezpośrednie skutki dla przepływów pieniężnych z działalności finansowej.

W pierwszym etapie buy back przedsiębiorstwo redukuje nadwyżkę środków pieniężnych. Źródłem takiego działania może być także rezygnacja z pokusy wykorzystania nadwyżki na projekty o niedodatnim NPV. Następuje wydatek finansowy. W drugim etapie spółka zaciąga zobowiązania w formie kredytu celem optymalizacji struktury kapitału. Rejestrowany jest wpływ pieniężny z działalności finansowej. Zwiększenie udziału kapitału obcego w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa winno być uzasadnione np. niskim stanem zadłużenia, posiadaniem trwałych nadwyżek gotów-

²⁷ A. Rutkowski, op. cit.

²⁸ S.A. Ross, R.W. Westerfield, J. Jaffe, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999, s. 452.

kowych lub zakończeniem procesu restrukturyzacji. Dla akcjonariuszy i menedżerów transakcja buy back ma również nieco inny wymiar wynikający z motywacyjnego systemu wynagrodzeń oraz z ochrony większościowych pakietów w strukturze właścicielskiej. Przedsiębiorstwa coraz częściej nagradzają zarządzających opcjami na akcje. Ta forma premii jest odłożonym w czasie wydatkiem. Z wypływu operacyjnego staje się wypływem z działalności finansowej. Spółki wykupują akcje, które następnie są zamieniane na wcześniej przyznane nagrody w formie opcji. Taka strategia wpływa na obniżenie kosztów agencji oraz wzmacnia strukturę właścicielską przed wrogim przejęciem.²⁹

Kolejnym bardzo popularnym instrumentem rynku finansowego są obligacje. Mają charakter wierzycielski, który inkorporuje w sobie korzyści o charakterze pieniężnym w formie odsetek lub/i premii oraz niepieniężnym np. prawo objęcia akcji. Emitent poprzez emisję obligacji pozyskuje z rynku finansowego określoną sumę środków pieniężnych (zaciąga pożyczkę od obligotariuszy) oraz zobowiązuje się do ich zwrotu w określonym terminie i zapłaty uzgodnionych odsetek. Instrument finansowy jakim jest obligacja daje możliwość zarówno do zaciągnięcia długu (emitent), jak i do lokowania środków pieniężnych na korzystnych warunkach (obligotariusz). Przedsiębiorstwa decydują się na emisję obligacji z trzech podstawowych powodów. Po pierwsze, ze względu na dodatkowe zapotrzebowanie na kapitał w okresach dłuższych niż rok. Po drugie, z powodu zwiększonych potrzeb inwestycyjnych lub potrzeb finansowania rozwoju przedsiębiorstwa. Po trzecie, z uwagi na możliwość pozyskania tańszego źródła kapitału aniżeli emisja akcji (dywidenda płacona jest po opodatkowaniu, zaś odsetki przed) lub innych form finansowania np. wysoko oprocentowane pożyczki, faktoring.

Jednym z kryterium podziału obligacji jest sposób generowania dochodu. Ma ono istotne znaczenia z punktu widzenia przepływów pieniężnych. Wyróżnić można obligacje:

- o stałej stopie procentowej – przynoszące stały dochód w postaci cyklicznie wypłacanych odsetek, aż do momentu wykupu obligacji,
- o zmiennej stopie procentowej – przynoszące dochód, którego wysokość jest uzależniona od bazowej stopy procentowej powiększonej o ustaloną marżę, w postaci cyklicznie wypłacanych odsetek, aż do momentu wykupu obligacji,
- zero – kuponowe – nieskutkujące okresowymi wypłatami odsetek, dochód inwestora ujmowany jest jako różnica między ceną wykupu, a ceną nabycia (sprzedawane są albo z dyskontem albo w cenie nominalnej, która w chwili wykupu jest korygowana o naliczone odsetki zgodnie z kuponem),

²⁹ A. Szablewski, *Budowanie wartości firmy: wykup własnych akcji*, <http://ceo.exo.pl> [12.01.2012].

- indeksowe – będące szczególnym rodzajem obligacji o zmiennej stopie procentowej, bowiem wartość odsetek i czasami również wartość nominalna są waloryzowane o określony indeks, który najczęściej jest skorelowany ze stopą inflacji.³⁰

Emisja obligacji rodzi dwukierunkowe przepływy pieniężne z działalności finansowej, które w zależności od rodzaju papieru wartościowego składają się z dwóch lub trzech etapów. Obligacje zero – kuponowe w związku z brakiem cyklicznej wypłaty odsetek skutkują jedynie dwoma fazami. W pierwszym etapie przedsiębiorstwo emitując papiery dłużne pozyskuje środki pieniężne, które zgodnie z celem zawartym w prospekcie informacyjnym są przeznaczane na działalność operacyjną lub inwestycyjną. Kolejny etap to wykup długu i uregulowanie zobowiązania o równowartości ceny oraz premii. W przypadku pozostałych rodzajów obligacji tj. o stałej i zmiennej stopie procentowej oraz indeksowanych występuje etap pośredni, w którym rejestruje się cykliczny wypływ gotówki, bowiem przedsiębiorstwo dokonuje spłaty kuponów zgodnie z harmonogramem danej obligacji. W zależności od potrzeb jednostki gospodarczej w trakcie przygotowywania emisji kształtuje się moment wystąpienia przyszłych przepływów pieniężnych, rozłożonych w czasie na poszczególne etapy.

Dla przedsiębiorstw obligacje są instrumentem rynku finansowego, który przede wszystkim służy pozyskiwaniu środków pieniężnych celem sfinansowania wydatków związanych z pozostałymi sferami działalności. Nie każda obligacja jest bezpośrednio powiązana z dwu lub trzyetapowym przepływem gotówkowym. Na rynku występują także obligacje zamienne na akcje, co oznacza, iż przedsiębiorstwo pozyskuje kapitał na realizację własnych zadań, ale zamiast spłaty długu dokonuje ich zamiany na akcje. Zapotrzebowanie na posiadanie własnych akcji często jest powodem dokonywania transakcji typu buy back. Kiedy na rynkach finansowych dominuje niepewność i strach co do najbliższej przyszłości, ceny akcji charakteryzuje duża zmienność, nie warto dokonywać nowej emisji. Jej powodzenie należałoby rozpatrywać w sferze spekulacji, co nigdy nie jest dobrym rozwiązaniem. O wiele lepiej pozyskać kapitał w formie emisji obligacji zamiennych na akcje, następnie w przypadku niższej ceny rynkowej od wewnętrznej wartości akcji dokonać wykupu własnych papierów udziałowych, a w kolejnym etapie transakcji – gdy koniunktura się poprawi – zamienić obligacje na akcje.

Poza instrumentami rynku kapitałowego można także wyróżnić instrumenty rynku pieniężnego, mające wpływ na przepływy pieniężne, np. bony komercyjne przedsiębiorstw, które powstały jako rozwiązanie problemu dużych spreadów dotyczących różnych form krótkoterminowego finansowania. Celem ich emisji jest pozyskanie finansowania bezpośrednio z rynku z pominięciem pośrednika pomiędzy pożyczkobiorcą a pożyczkodawcą – instytucją

³⁰ *Rynek pieniężny...*, op. cit., s. 207–211.

finansową.³¹ Przedsiębiorstwa pozyskują w ten sposób środki pieniężne w krótkim okresie na potrzeby finansowania bieżącej działalności. Podobnie jak w przypadku obligacji w pierwszym etapie przedsiębiorstwo rejestruje wpływ środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej, a w terminie zapadalności instrumentu dochodzi do wykupu papierów wartościowych i wypływu gotówkowego.³²

Analizując wpływ instrumentów i transakcji finansowych na kształtowanie przepływów pieniężnych z działalności finansowej nie można zapomnieć o najpopularniejszym metodzie pozyskiwania kapitału obcego, czyli zaciąganiu kredytu bankowego lub korzystaniu z pożyczki. Jej użycie powoduje powstanie dodatniego przepływu pieniężnego związanego z pozyskaniem finansowania obrotowego lub inwestycyjnego. W zależności od rodzaju zawartej umowy możemy wyróżnić finansowanie, w którym spłata kapitału i odsetek jest rozłożona w czasie na równe raty kredytu lub równe raty kapitałowe (np. kredyt inwestycyjny) oraz finansowanie, w którym spłata odsetek następuje cyklicznie, jednak spłata kapitału jest jednorazowa w momencie wpływu na rachunek bankowy środków pieniężnych np. od kontrahentów (np. kredyt obrotowy w formie linii odnawialnej). Sprawia to, iż wypływy środków pieniężnych z przedsiębiorstwa będą jednoetapowe – w przypadku cyklicznej spłaty zobowiązania lub dwuetapowe – w przypadku cyklicznego regulowania kosztów finansowych oraz jednorazowej spłaty długu.³³

Zakończenie

W globalnym systemie gospodarczym bardzo silnie rozwinął się system finansowy. Współcześnie istnieje nieskończona liczba instrumentów finansowych, dzięki którym każdego dnia dochodzi do milionów transakcji na rynkach całego świata. Wraz z eksplozją instrumentów pochodnych dostrzeżono, że wartość transakcji zawieranych w sferze finansowej przewyższa wartość kontraktów odnoszących się do realnej sfery gospodarki. Ten znak czasów pokazuje jak istotne dla całego systemu gospodarczego są instrumenty i transakcje finansowe. Także z punktu widzenia rachunku przepływów pieniężnych przedsiębiorstw, prowadzących niefinansową działalność gospodarczą.

Konkurencja w warunkach globalizacji wymusza na podmiotach gospodarczych permanentny rozwój, który jest zazwyczaj możliwy dzięki pozyskaniu zewnętrznego finansowania. Trudno mówić o rozwoju bez posiadania

³¹ D. Maścianiec-Koredela, *Papiery wartościowe jako instrumenty pozyskiwania kapitału*, [w:] *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, A. Bielawska (red.), C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 139–140.

³² *Euro Commercial Papers*, Bank i Klient nr 2, Warszawa 1996, s. 9.

³³ T.T. Kaczmarek, *Zarządzanie płynnością finansów małych i średnich przedsiębiorstw – ujęcie praktyczne*, Difin, Warszawa 2007, s. 25–33.

środków pieniężnych. Są one niezbędne do podejmowania projektów inwestycyjnych, rozszerzania rynków zbytu, inwestowania w zasoby ludzkie, a także majątek trwały przedsiębiorstwa, dający możliwość zwiększania przychodów ze sprzedaży. Instrumenty oraz transakcje finansowe pomagają osiągać strategiczne cele, ponieważ stymulują przepływy pieniężne, dzięki którym jest to możliwe.

LITERATURA

Wydawnictwa zwarte i ciągłe

1. *Analiza finansowa w procesie decyzyjnym przedsiębiorstwa*, G. Łukasik (red.), Wydawnictwo AE, Katowice 2009.
2. Ackoff R., *Creating the Corporate Future*, John Wiley & Sons, New York 1981.
3. Bień W., *Planowanie płynności finansowej*, Rachunkowość nr 4, Warszawa 1993.
4. Bień W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2001.
5. Colin D., *Rachunek kosztów*, PWN – Chapman and Hall, Warszawa 1995.
6. Eljaszak E., Parteka W., *Przepływy gotówkowe: ustalenie, analiza, planowanie, zarządzanie*, Ośrodek Szkolenia i Doradztwa Kadr, Gdańsk 2005.
7. *Euro Commercial Papers*, Bank i Klient nr 2, Warszawa 1996.
8. Kaczmarek T.T., *Zarządzanie płynnością finansów małych i średnich przedsiębiorstw – ujęcie praktyczne*, Difin, Warszawa 2007.
9. Kiziukiewicz T., *Sprawozdanie z przepływu środków pieniężnych w zarządzaniu firmą*, PWE, Wrocław 1995.
10. Łukaszewski M., Śladkowski J., *Rynki finansowe*, UPGOW, Warszawa 2010.
11. Maślanka T., *Przepływy pieniężne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw*, C. H. Beck, Warszawa 2008.
12. *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, A. Bielawska (red.), C.H. Beck, Warszawa 2009.
13. Ross S.A., Westerfield R.W., Jaffe J., *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999.
14. *Rynek pieniężny i kapitałowy*, I. Pyka (red.), Wydawnictwo AE, Katowice 2003.
15. Rzepnikowska M., Śnieżek E., *Przepływy środków pieniężnych, FRR w Polsce*, Warszawa 1995.
16. Szczepankowski P., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo WSPiZ, Warszawa 2004.
17. Śnieżek E., *Przepływy pieniężne ex post i ex ante*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.
18. *Zarządcze aspekty rachunkowości*, T. Kiziukiewicz (red.), PWE, Warszawa 2003.
19. Zarzecki D., *Planowanie finansowe w organizacjach gospodarczych*, Rachunkowość nr 1, 1994.
20. Znaniecka K., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 1997.

Źródła internetowe

1. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, http://www.gpw.pl/materiały_educacyjne [01.02.2012]
2. Marciniak T., *Wykup akcji własnych w teorii i praktyce*, <http://ceo.cxo.pl> [09.01.2012]
3. Olszowy M., *Polityka dywidendy jako element zarządzania spółką publiczną*, <http://inwestycje.pl> [10.01.2012]
4. Rutkowski A., *Czy warto dokonać wykupu akcji własnych*, <http://mojafirma.infor.pl> [08.01.2012]
5. Szablewski A.: *Budowanie wartości firmy: wykup własnych akcji*, <http://ceo.cxo.pl> [12.01.2012]

STRESZCZENIE

Prezentowany artykuł podejmuje problematykę kształtowania przepływów pieniężnych w przedsiębiorstwie ze szczególnym uwzględnieniem wpływu instrumentów i transakcji występujących na rynkach finansowych. W pierwszej części przedstawiono dwa alternatywne spojrzenia na przepływy pieniężne – retrospektywne i prospektywne. Zaprezentowano informacje, jakie można uzyskać dokonując historycznej analizy przepływów pieniężnych oraz sposoby wykorzystywane do planowania przyszłych przepływów pieniężnych ze wskazaniem instrumentów i transakcji finansowych, będących przedmiotem rozważań. Następnie wyszczególniono dwa rodzaje działalności przedsiębiorstwa: inwestycyjną i finansową oraz przeanalizowano odmienne skutki wykorzystywania instrumentów finansowych tj. stopa procentowa, papiery wartościowe (akcje, obligacje, bony skarbowe, bony pieniężne, bony komercyjne przedsiębiorstw), polityka dywidendy oraz zawierania transakcji finansowych m.in. zaciąganie kredytu, założenie depozytu lub wykup akcji własnych na przepływy pieniężne w przedsiębiorstwie.

Impact of financial instruments and transactions on shaping cash flows in enterprise

SUMMARY

The presented article concerns a problem of cash flow shaping in an enterprise with particular attention to instruments and transactions from financial markets. In the first part two alternative cash flow's concepts are presented – retrospective and prospective. There was information presented which is available after ex post cash flows analyze and methods used for planning future cash flows with indication on financial instruments and transactions. Next, investment and financial activity of the enterprise was itemized and the analysis was conducted on different results of using financial instruments such as: interest rate, securities (stocks, bonds, treasury security, money bills, commercial papers), dividend policy and contracting financial transactions for example: corporate borrowing, launching bank deposit or buy back on cash flows in the enterprise.

JÓZEF PFAFF

Klasyfikacja i wycena podstawowych instrumentów finansowych według regulacji międzynarodowego standardu sprawozdawczości finansowej dla małych i średnich przedsiębiorstw

Wprowadzenie

Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (MSSF), opracowywane i wydawane przez Radę Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (IASB) określają wymogi dotyczące ujmowania, wyceny, prezentacji i ujawniania informacji na temat sytuacji majątkowej i finansowej oraz transakcji i innych zdarzeń, które mają znaczenie dla sprawozdań finansowych ogólnego przeznaczenia.

Sprawozdania finansowe ogólnego przeznaczenia to sprawozdania mające na celu zaspokojenie ogólnych potrzeb informacyjnych użytkowników zewnętrznych – otoczenia jednostki. Na sprawozdania finansowe ogólnego przeznaczenia składają się zarówno sprawozdania jednostkowe jak i skonsolidowane, prezentowane oddzielnie lub w ramach innego publicznie dostępnego dokumentu, jak na przykład raport roczny lub prospekt emisyjny.

IASB opracowuje także osobne standardy mające zastosowanie do sprawozdań finansowych sporządzanych przez jednostki określane w wielu krajach jako małe i średnie przedsiębiorstwa (MSP), są to najczęściej jednostki prywatne lub inne jednostki, niebędące jednostkami zainteresowania publicznego¹.

¹ Jednostka jest jednostką zainteresowania publicznego, jeżeli:

- jej instrumenty dłużne lub kapitałowe są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym lub jest w trakcie emisji takich instrumentów przeznaczonych do obrotu na rynku regulowanym (którym jest krajowa lub zagraniczna giełda papierów wartościowych lub rynek pozagiełdowy obejmujący rynki lokalne i regionalne), lub

W wielu krajach regulacje prawne charakteryzują MŚP w kontekście ich specyficznych obowiązków z obszaru sprawozdawczości finansowej². Krajowe lub regionalne definicje MŚP uwzględniają kryteria ilościowe, oparte na przychodach, sumie aktywów, ilości pracowników lub innych miernikach. W wielu przypadkach termin MŚP stosuje się do bardzo małych jednostek z pominięciem tego, czy publikują one swoje sprawozdania finansowe na potrzeby zewnętrznych użytkowników.

Specyfiką sprawozdawczości MŚP jest to, że sporządzają sprawozdania finansowe jedynie na potrzeby własnego kierownictwa oraz organów podatkowych lub organów statystycznych. Sprawozdania finansowe przygotowane wyłącznie na takie potrzeby niekoniecznie muszą spełniać wszystkie wymogi stawiane sprawozdaniom finansowym ogólnego przeznaczenia.

IASB opracowała na potrzeby sprawozdawczości finansowej własną definicję małych i średnich przedsiębiorstw, według której zalicza się do nich te jednostki, które:

- nie są jednostkami zainteresowania publicznego oraz
- publikują sprawozdania finansowe ogólnego przeznaczenia dla zewnętrznych odbiorców, w tym dla właścicieli nie uczestniczących w zarządzaniu jednostką, obecnych i potencjalnych pożyczkodawców (kredytodawców) oraz kredytowych agencji ratingowych.

Decyzję w sprawie stosowania standardów opracowanych przez IASB podejmują organy ustawodawcze i regulacyjne oraz podmioty odpowiedzialne za ustanawianie standardów w poszczególnych systemach prawnych.

Celem artykułu jest przedstawienie nowych regulacji MSSF dla MŚP w zakresie podstawowych instrumentów finansowych, w tym dotyczących ich ujmowania, wyceny i ujawniania w sprawozdaniu finansowym. W pracy wykorzystano metody analizy treści MSSF, regulacji krajowych w zakresie prawa bilansowego oraz literatury przedmiotu, a także metody dedukcji i wnioskowania.

1. Pojęcie i klasyfikacja podstawowych instrumentów finansowych

Instrument finansowy jest to kontrakt, który skutkuje powstaniem składnika aktywów finansowych u jednej jednostki i zobowiązania finansowego lub instrumentu kapitałowego u drugiej jednostki. MSSF dla MŚP wyróżnia

– utrzymuje aktywa powierzone jej przez szeroką grupę interesariuszy, co stanowi jej podstawową działalność (np. działalność banków, instytucji kredytowych, zakładów ubezpieczeń, maklerów, funduszy wzajemnych i banków inwestycyjnych).

² Na przykład art. 50 Ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz. U. Nr 152 z 2009 r., poz. 1223.

podstawowe instrumenty finansowe³ oraz pozostałe (złożone) instrumenty finansowe⁴.

Przykładami podstawowych instrumentów finansowych są:

- środki pieniężne,
- depozyty płatne na żądanie i lokaty terminowe, jeżeli jednostka jest deponentem np. rachunków bankowych,
- posiadane papiery komercyjne i weksle handlowe,
- rozrachunki, zobowiązania wekslowe, pożyczki i kredyty udzielone wymagające spłaty,
- obligacje i podobne instrumenty (papiery) dłużne,
- inwestycje w niewymienialne akcje uprzywilejowane oraz akcje zwykłe i uprzywilejowane bez opcji sprzedaży,
- zobowiązania do otrzymania pożyczki lub kredytu, gdy zobowiązanie to nie może być rozliczone netto w środkach pieniężnych.

Ponieważ granica pomiędzy podstawowymi instrumentami finansowymi i instrumentami złożonymi jest dość płynna, dlatego w omawianym standardzie znajduje się lista wyłączeń tych instrumentów, które nie mogą być klasyfikowane do podstawowych. Są to:

- papiery wartościowe zabezpieczone na aktywach, takie jak zobowiązania zabezpieczone hipotecznie, umowy odkupu oraz sekurytyzacja pakietów należności,
- opcje, prawa, warranty, kontrakty terminowe, kontrakty forward i swapy na stopy procentowe, które mogą być rozliczane środkami pieniężnymi lub poprzez zamianę na inny instrument finansowy,
- instrumenty finansowe, które kwalifikują się i są wyznaczone jako instrumenty zabezpieczające,
- zobowiązania do udzielenia pożyczki innej jednostce,
- zobowiązania do otrzymania pożyczki lub kredytu, gdy zobowiązanie to może być rozliczone netto w środkach pieniężnych.

W praktyce mogą wystąpić trudności w zaliczaniu instrumentów dłużnych do instrumentów podstawowych i złożonych⁵, dlatego standard dodatkowo określa warunki, jakimi należy się kierować przy ich klasyfikacji do instrumentów podstawowych. W tabeli 1 zestawiono szczególne warunki różniczenia dłużnych instrumentów finansowych.

³ Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) dla Małych i Średnich Przedsiębiorstw, SKwP i KIBR, Warszawa 2011, rozdział 11, s. 59–74.

⁴ Tamże, rozdział 12, s. 75–82.

⁵ Por.: M. Frenzel, *Rachunkowość instrumentów finansowych w świetle regulacji krajowych i międzynarodowych*, SKwP, Warszawa 2010, s. 19–24.

Tabela 1. Warunki klasyfikacji instrumentów dłużnych do grupy podstawowych.

Warunki niezbędne do zaliczenia instrumentu dłużnego do grupy instrumentów podstawowych	Przykłady instrumentów finansowych, które nie mogą być zaliczone do grupy instrumentów podstawowych
<p>1. Zwroty na rzecz posiadacza instrumentu posiadają:</p> <ul style="list-style-type: none"> – stałą kwotę, – stałą stopę zwrotu przez okres trwania instrumentu, – zmienną stopę zwrotu przez okres trwania instrumentu, równą jednej ogłaszanej lub dostępnej stopie procentowej (np. LIBOR) lub pewną kombinację stałych i zmiennych stóp procentowych (jak np. LIBOR plus 200 punktów bazowych) pod warunkiem, że zarówno stałe i zmienne stopy procentowe są dodatnie (np. swap o dodatniej stałej stopie procentowej oraz ujemnej zmiennej stopie procentowej nie spełnia tego kryterium). W przypadku stałych i zmiennych stóp procentowych zwrotu, odsetki oblicza się jako iloczyn stopy procentowej za dany okres oraz kwoty nierozliczonego w tym okresie kapitału. <p>2. Nie istnieje żaden warunek umowny, skutkujący tym, że posiadacz instrumentu traciłby kwotę kapitału lub jakiegokolwiek odsetki dające się przypisać do okresu bieżącego oraz do wcześniejszych okresów. Fakt, iż instrument dłużny jest podporządkowany innemu instrumentowi dłużnemu nie stanowi przykładu takiego warunku umownego.</p> <p>3. Warunki umowy zezwalające wystawcy (dłużnikowi) na wcześniejszą spłatę instrumentu dłużnego lub zezwalające posiadaczowi (wierzycielowi) na jego zwrot wystawcy przed terminem zapadalności nie są uzależnione od przyszłych zdarzeń.</p> <p>4. Nie występują żadne warunkowe zobowiązania do zwrotu lub spłaty z wyjątkiem zmiennych stóp oraz wcześniejszych spłat, o których mowa w poprzednich warunkach.</p>	<p>1. Inwestycje w instrumenty kapitałowe innych jednostek, niebędące inwestycją w niewymienialne akcje uprzywilejowane oraz nieposiadające opcji sprzedaży akcje zwykłe i uprzywilejowane.</p> <p>2. Swapy stóp procentowych w wyniku których powstają dodatnie lub ujemne przepływy pieniężne lub przyszłe zobowiązanie zakupu dóbr lub instrumentu finansowego, który można uregulować środkami pieniężnymi i który w momencie rozliczenia mógłby spowodować dodatnie lub ujemne przepływy pieniężne.</p> <p>3. Opcje lub kontrakty typu forward, ponieważ zwroty na rzecz posiadacza instrumentu nie stanowią stałych kwot.</p> <p>4. Inwestycje w zamienne instrumenty dłużne, ponieważ zwrot na rzecz posiadacza może zmieniać się wraz ze zmianą cen akcji zwykłych emitenta, a nie tylko wraz ze zmianą rynkowych stóp procentowych.</p> <p>5. Należności z tytułu pożyczek od strony trzeciej, która daje stronie trzeciej prawo lub obowiązek wcześniejszej spłaty w przypadku zmiany obowiązujących wymagań podatkowych lub księgowych.</p>

Źródło: Opracowanie własne na podstawie MSSF dla MŚP, op. cit., rozdział 11.

2. Wycena początkowa podstawowych instrumentów finansowych

W momencie pierwszego ujęcia składnika aktywów finansowych lub zobowiązania finansowego, jednostka wycenia je w cenie transakcyjnej (uwzględniając koszty transakcji z wyjątkiem początkowej wyceny aktywów lub zobowiązań finansowych, wycenianych w wartości godziwej z odniesieniem różnicy z wyceny na wynik).

Jeżeli umowa ma charakter transakcji finansowej, jednostka wycenia składnik aktywów lub zobowiązania finansowego w bieżącej wartości przyszłych płatności zdyskontowanych za pomocą rynkowej stopy procentowej, stosowanej w przypadku podobnych instrumentów dłużnych.

Dla zobrazowania sposobów wyceny początkowej instrumentów finansowych w tabeli 2 przedstawiono przykładowe (typowe) rodzaje instrumentów finansowych ze wskazaniem prawidłowego sposobu ich wyceny.

Tabela 2. Sposoby wyceny początkowej podstawowych instrumentów finansowych.

Rodzaj instrumentu finansowego	Sposób wyceny
1. Należności z tytułu długoterminowej pożyczki udzielonej innej jednostce	1. W bieżącej wartości środków pieniężnych należnych od tej jednostki (obejmującej wypłacane odsetki i spłaty kapitału).
2. Należności z tytułu dostaw i usług kredytowane krótkoterminowo	2. W niezdykontowanej kwocie środków należnych (wartość zafakturowana).
3. Należności z tytułu dostaw i usług z dwuletnim odroczeniem	3. W bieżącej cenie sprzedaży gotówkowej. Jeżeli bieżąca cena sprzedaży gotówkowej nie jest znana, można ją ustalić jako wartość bieżącą należności gotówkowej zdyskontowaną przy zastosowaniu stopy procentowej dla podobnej należności.
4. Inwestycja zakupu gotówkowego akcji zwykłych innej jednostki	4. W kwocie środków pieniężnych zapłaconych za nabycie akcji.
5. Zobowiązanie z tytułu zaciągniętego kredytu bankowego	5. W wartości bieżącej środków pieniężnych przypadających do zapłaty (obejmujących wypłacane odsetki i spłaty kapitału).
6. Zobowiązanie z tytułu dostaw i usług kredytowane krótkoterminowo	6. W niezdykontowanej kwocie środków należnych dostawcy, którą zwykle jest wartość zafakturowana.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie MSSF dla MŚP, op. cit., rozdział 11.

3. Wycena bilansowa podstawowych instrumentów finansowych

Na koniec każdego okresu sprawozdawczego następuje wycena bilansowa posiadanych przez jednostkę instrumentów finansowych, przy zastosowaniu jednej z następujących metod wyceny:

- zamortyzowany koszt z wykorzystaniem metody efektywnej stopy procentowej,
- cena nabycia pomniejszona o utratę wartości,
- wartość godziwa.

Dobór odpowiedniej metody do wyceny poszczególnych grup podstawowych instrumentów finansowych przedstawia tabela 3.

Tabela 3. Wycena bilansowa podstawowych instrumentów finansowych.

Grupa instrumentów finansowych	Metoda wyceny
Instrumenty dłużne	Zamortyzowany koszt z wykorzystaniem metody efektywnej stopy procentowej.
Zobowiązanie do otrzymania pożyczki	Cena nabycia pomniejszona o utratę wartości.
Inwestycje w niewymienialne akcje uprzywilejowane i w zwykłe	<ul style="list-style-type: none"> • Jeżeli akcje znajdują się obrocie publicznym lub ich wartość godziwą można wiarygodnie ustalić w inny sposób – inwestycję wycenia się w wartości godziwej, a zmiany wartości godziwej ujmuje się w wyniku finansowym, • Wszystkie pozostałe inwestycje tego rodzaju wycenia się w cenie nabycia pomniejszonej o utratę wartości.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie MSSF dla MŚP, op. cit., rozdział 11.

Zamortyzowany koszt z wykorzystaniem metody efektywnej stopy procentowej ustalany jest w następujący sposób:

- wartość przyjętą w momencie początkowego ujęcia składnika aktywów lub zobowiązania finansowego,
- pomniejsza się o wszelkie spłaty kapitału,
- oraz pomniejsza lub powiększa się o łączną amortyzację ustaloną z zastosowaniem efektywnej stopy procentowej (bez różnic pomiędzy wartością ustaloną w momencie początkowego ujęcia a wartością wykupu),

- a w przypadku składnika aktywów finansowych pomniejsza się dodatkowo (bezpośrednio lub przez rezerwy) o wszelkie odpisy z tytułu utraty wartości lub nieściągłości.

Efektywna stopa procentowa jest stopą dyskontującą oszacowane przyszłe pieniężne wpływy lub płatności następujące w oczekiwanym okresie posiadania instrumentu finansowego. Służy ona do obliczania zamortyzowanego kosztu składnika aktywów lub zobowiązania finansowego oraz przypisania przychodów lub kosztów z tytułu odsetek do odpowiedniego okresu. Efektywną stopę procentową ustala się na podstawie wartości bilansowej składnika aktywów lub zobowiązania finansowego w momencie jego początkowego ujęcia. Zgodnie z metodą efektywnej stopy procentowej:

- zamortyzowany koszt składnika aktywów finansowych (zobowiązania) odpowiada bieżącej wartości przyszłych wpływów środków pieniężnych (płatności) zdyskontowanych za pomocą efektywnej stopy procentowej oraz
- koszt (przychód) z tytułu odsetek w danym okresie równa się wartości bilansowej zobowiązania finansowego (składnika aktywów finansowych) na początek okresu pomnożonej przez efektywną stopę procentową za dany okres.

Wycena bilansowa podstawowych instrumentów finansowych w cenie nabycia lub w zamortyzowanym koszcie wymaga dodatkowo uwzględnienia **utraty ich wartości**. Na koniec każdego okresu sprawozdawczego jednostka ocenia, czy istnieją obiektywne dowody utraty wartości jakiegokolwiek składnika aktywów, wycenianego w cenie nabycia lub zamortyzowanym koszcie. Jeżeli istnieją obiektywne dowody na utratę wartości, jednostka obowiązkowo ujmuje stratę z tytułu utraty wartości w wyniku.

Do obiektywnych dowodów utraty wartości składnika aktywów finansowych lub grupy aktywów zalicza się przykładowo uzyskane przez posiadacza składnika aktywów informacje, dotyczące następujących zdarzeń powodujących stratę:

- znaczące trudności finansowe emitenta lub dłużnika,
- niedotrzymanie warunków umowy np. niespłacenie albo zaleganie ze spłatą odsetek lub kapitału,
- przyznanie pożyczkobiorcy przez pożyczkodawcę jakiegokolwiek udogodnienia (np. umorzenia) ze względów ekonomicznych lub prawnych wynikających z trudności finansowych pożyczkobiorcy,
- uprawdopodobnienia upadłości lub innej reorganizacji finansowej pożyczkobiorcy.

Jednostka odrębnie szacuje utratę wartości dla następujących aktywów finansowych:

- wszystkich instrumentów kapitałowych, niezależnie od ich znaczenia,
- pozostałych aktywów finansowych, które indywidualnie są znaczące (utratę wartości pozostałych aktywów finansowych jednostka szacuje

indywidualnie lub według grup o podobnej charakterystyce ryzyka kredytowego).

Sposób ustalania straty z tytułu utraty wartości instrumentów finansowych zależy od przyjętej metody ich wyceny początkowej, a mianowicie:

- dla instrumentu wycenianego w zamortyzowanym koszcie, strata z tytułu utraty wartości stanowi różnicę między wartością bilansową składnika aktywów, a wartością bieżącą oszacowanych przepływów pieniężnych zdyskontowanych z zastosowaniem pierwotnej, efektywnej stopy procentowej składnika aktywów,
- dla instrumentu wycenianego w cenie nabycia pomniejszonej o utratę wartości, stratę z tytułu utraty wartości ustala się jako różnicę między wartością bilansową składnika aktywów, a szacunkową kwotą, jaką jednostka otrzymałaby za ten składnik aktywów, gdyby został sprzedany na dzień sprawozdawczy.

Jeśli w następnym okresie sprawozdawczym strata z tytułu utraty wartości zmniejszyła się i zmniejszenie to można w obiektywny sposób powiązać ze zdarzeniem następującym po ujęciu utraty wartości (np. poprawa oceny kredytowej dłużnika), to uprzednio ustaloną stratę z tytułu utraty wartości jednostka koryguje (stornuje) poprzez dokonanie zapisu odwrotnego bezpośrednio w przychody lub poprzez skorygowanie rachunku rezerw. Odwrócenie to nie może spowodować zwiększenia wartości bilansowej składnika aktywów finansowych ponad wartość bilansową, jaka występowała przed aktualizacją. Kwotę z tytułu odwrócenia ujmuje się w wyniku finansowym.

Inwestycje w akcje zwykle lub uprzywilejowane wycenia się w **wartości godziwej**, jeżeli wartość godziwą akcji można wiarygodnie ustalić. Jednostka stosuje przy oszacowaniu wartości godziwej akcji poniższą hierarchię:

- najlepszym potwierdzeniem wartości godziwej są notowania kursów na aktywnym rynku, dotyczące identycznych składników aktywów. Jest nią zwykle bieżący kurs kupna,
- jeśli notowania cenowe nie są dostępne, to cena ostatnio zawartej transakcji dotycząca identycznego składnika aktywów jest potwierdzeniem wartości godziwej tak długo, póki nie nastąpi istotna zmiana warunków ekonomicznych lub nie upłynie znaczący czas od dnia zawarcia tej transakcji,
- jeżeli dla danego składnika aktywów nie ma aktywnego rynku, a ostatnie transakcje dotyczące identycznego składnika aktywów nie mogą zostać uznane za dobre szacunki wartości godziwej, jednostka oszacowuje wartość godziwą stosując w tym celu odpowiednie techniki wyceny⁶.

⁶ Do technik wyceny zalicza się:

- wykorzystanie ostatnich transakcji rynkowych identycznych aktywów, przeprowadzonych bezpośrednio pomiędzy dobrze poinformowanymi, zainteresowanymi stronami, jeśli informacje o nich są dostępne,

Celem stosowania technik wyceny jest oszacowanie, jak w dniu wyceny kształtowałyby się cena w transakcji zawartej na zasadach rynkowych pomiędzy niepowiązаныmi ze sobą stronami.

4. Ujawnianie informacji o instrumentach finansowych

Przyjęte przez jednostkę zasady wyceny aktywów i pasywów powinny być opisane w jej polityce rachunkowości, w tym również metody wyceny stosowane do instrumentów finansowych oraz inne przyjęte zasady rachunkowości dotyczące instrumentów finansowych, mające znaczenie dla zrozumienia sprawozdań finansowych przez ich użytkowników⁷.

Na dzień sprawozdawczy jednostka ujawnia w bilansie (w sprawozdaniu z sytuacji finansowej) lub w informacji dodatkowej wartości bilansowe każdej z poniższych kategorii aktywów i zobowiązań finansowych:

- aktywa finansowe wyceniane w wartości godziwej z ujęciem różnicy z wyceny w wyniku finansowym,
- aktywa finansowe będące dłużnymi instrumentami wyceniane w zamortyzowanym koszcie,
- aktywa finansowe będące instrumentami kapitałowymi wyceniane w cenie nabycia pomniejszonej o utratę wartości,
- zobowiązania finansowe wyceniane w wartości godziwej z ujęciem różnicy z wyceny w wyniku finansowym,
- zobowiązania finansowe wyceniane w zamortyzowanym koszcie,
- zobowiązanie do udzielenia pożyczki (kredytu) wyceniane w cenie nabycia pomniejszonej o utratę wartości.

Jednostka ujawnia informacje pozwalające użytkownikom jej sprawozdań finansowych na ocenę wpływu instrumentów finansowych na jej sytuację majątkowo-finansową oraz wyniki finansowe. W odniesieniu do wszystkich aktywów i zobowiązań finansowych wycenianych w wartości godziwej jednostka ujawnia podstawę ustalania wartości godziwej np. cenę rynkową notowaną na aktywnym rynku lub przyjętą technikę wyceny. W przypadku stosowania technik wyceny jednostka ujawnia założenia przyjęte do ustalania wartości godziwych poszczególnych grup aktywów finansowych lub zobowiązań finansowych.

W rachunku zysków i strat (w sprawozdaniu z całkowitych dochodów) jednostka ujawnia następujące pozycje przychodów, kosztów, zysków lub strat:

-
- odniesienie do bieżącej wartości godziwej innego składnika aktywów, który jest niemalże taki sam jak składnik aktywów podlegający wycenie,
 - analizę zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz modele wyceny opcji.

⁷ Por.: M. Frendzel, R. Ignatowski, P. Kabalski, *Ujawnianie informacji w sprawozdaniach finansowych*, SKwP, Warszawa 2011, s. 33.

- przychody, koszty, zyski lub straty (w tym zmiany wartości godziwej) ujęte w związku z:
 - aktywami finansowymi, wycenianymi w wartości godziwej z ujęciem różnicy z wyceny w wyniku finansowym,
 - zobowiązaniami finansowymi, wycenianymi w wartości godziwej z ujęciem różnicy z wyceny w wyniku finansowym,
 - aktywami finansowymi, wycenianymi w zamortyzowanym koszcie,
 - zobowiązaniami finansowymi, wycenianymi w zamortyzowanym koszcie.
- łączne przychody z odsetek i łączne koszty z odsetek (obliczone metodą efektywnej stopy procentowej) dotyczące aktywów lub zobowiązań finansowych niewycenianych w wartości godziwej z ujęciem różnicy z wyceny w wyniku finansowym,
- kwoty wszelkich strat z tytułu utraty wartości dla każdej grupy aktywów finansowych.

Zakończenie

Zagadnienia ujmowania, wyceny i prezentacji bilansowej instrumentów finansowych należą do trudniejszych obszarów sprawozdawczości finansowej, o czym świadczy chociażby skomplikowany i trudny w praktycznym stosowaniu MSR 39 „*Instrumenty finansowe: ujmowanie i wycena*”⁸. Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej dla MŚP stanowi nową regulację przeznaczoną dla podmiotów niebędących jednostkami zainteresowania publicznego i dlatego daje możliwość znacznego uproszczenia zasady klasyfikacji, ujawniania i wyceny podstawowych instrumentów finansowych. Jego praktyczne zastosowanie powinno ułatwić służbom finansowo-księgowym sporządzanie sprawozdań finansowych, bez szkody dla odzwierciedlenia prawdziwego obrazu sytuacji majątkowo-finansowej.

Warto podkreślić jeszcze jeden aspekt praktyczny zastosowania rozwiązań sprawozdawczych zgodnych z MSSF dla MŚP, może to przyczynić się do zmniejszenia rozbieżności pomiędzy prawem bilansowym a podatkowym w zakresie ustalania wyniku finansowego i podstawy opodatkowania podatkiem dochodowym.

⁸ *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej, Część A*, SKwP, Warszawa 2011, s. 1053–1100.

LITERATURA

1. Frendzel M., *Rachunkowość instrumentów finansowych w świetle regulacji krajowych i międzynarodowych*, SKwP, Warszawa 2010.
2. Frendzel M., Ignatowski R., Kabalski P., *Ujawnianie informacji w sprawozdaniach finansowych*, SKwP, Warszawa 2011.
3. *Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) dla Małych i Średnich Przedsiębiorstw*, SKwP i KIBR, Warszawa 2011.
4. Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz. U. Nr 152 z 2009 r., poz. 1223.
5. *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej, Część A*, SKwP, Warszawa 2011.

STRESZCZENIE

Specyfiką sprawozdawczości małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) jest to, że sporządzają sprawozdania finansowe jedynie na potrzeby własnego kierownictwa oraz organów podatkowych lub organów statystycznych. Sprawozdania finansowe przygotowane wyłącznie na takie potrzeby niekoniecznie muszą spełniać wszystkie wymogi stawiane sprawozdaniom finansowym ogólnego przeznaczenia, mogą zawierać uproszczenia zasad rachunkowości i sprawozdawczości odpowiednio opisane w polityce rachunkowości. Podstawą przyjęcia tych uproszczeń może być Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej dla MŚP. Celem artykułu jest pokazanie jednego z obszarów tych uproszczeń w zakresie klasyfikacji, wyceny i prezentacji podstawowych instrumentów finansowych.

Classification and valuation of basic financial instruments according to the regulation of the international financial reporting standard for small and medium-sized enterprises

SUMMARY

The characteristic of small and medium-sized enterprises (SMEs) reporting it that they prepare financial statements only for the purposes of their own management and tax or statistical authorities. Financial statements prepared solely for these purposes do not necessarily have to meet all the requirements imposed on financial statements for general purposes as well as they might include simplifications of accounting and reporting principles described adequately in the accounting policy. The basis for accepting these simplifications might be the International Financial Reporting Standard for SMEs. The aim of this article is to present one area of these simplifications concerning classification, valuation and balance presentation of basic financial instruments.

MAŁGORZATA RÓWIŃSKA

Modele wyceny bilansowej instrumentów finansowych w świetle międzynarodowych i polskich regulacji rachunkowości

Wprowadzenie

Cechą współczesnej rachunkowości jest pomiar wartości. Jego znaczenie uwydatnia się w modelach wyceny, służących właściwemu (zgodnemu z obowiązującymi regulacjami rachunkowości) prezentowaniu informacji o stanie majątku jednostki gospodarczej. Modele wyceny są wykorzystywane w rachunkowości dla potrzeb wyceny bilansowej, sprawozdawczości finansowej, zarówno zewnętrznej jak i wewnętrznej. Modele wyceny służą nie tylko rachunkowości finansowej, ale także służą generowaniu informacji tworzonych w ramach rachunkowości zarządczej.

Specyficznym składnikiem majątku jednostki są aktywa finansowe, które – zgodnie z regulacjami rachunkowości – stanowią skutek zawartej umowy, zwanej instrumentem finansowym. Specyfika wyceny aktywów finansowych wynika po pierwsze z rozbudowanych w tym zakresie regulacji rachunkowości (międzynarodowych i polskich) oraz ze zmian, jakie zostaną wprowadzone i będą obowiązywać od 2013 r.

Celem niniejszego artykułu jest wskazanie modeli wyceny instrumentów finansowych, właściwych z punktu widzenia regulacji polskich i międzynarodowych, jak również wskazanie podobieństw i różnic w podejściach do wyceny bilansowej, wynikających z trzech podstawowych źródeł regulacji: ustawy o rachunkowości¹ (Uor), rozporządzenia ministra finansów w spra-

¹ Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości. Dz.U. 2009, nr 152, poz. 1223 z późn. zm.

wie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych² (zwane dalej rozporządzeniem) oraz MSR/MSSF. Na tle obowiązujących rozwiązań, dotyczących wyceny instrumentów finansowych, w artykule przedstawione będą także proponowane przez Radę MSSF zmiany w tym zakresie.

Dla realizacji przyjętego celu zastosowano analizę porównawczą międzynarodowych i polskich regulacji, dotyczących rachunkowości aktywów finansowych. W szczególności analizie poddano modele wyceny aktywów finansowych oraz zasady odzwierciedlania skutków wyceny bilansowej, wynikające z danego modelu.

1. Modele wyceny bilansowej stosowane w rachunkowości

Na potrzeby wyceny bilansowej rachunkowość wykorzystuje dwa podstawowe modele wyceny, a mianowicie:

- model kosztu historycznego oraz
- model wartości godziwej.

Oba modele równocześnie mają zastosowanie w praktyce rachunkowości. Wynikają z zarówno z regulacji ustawy o rachunkowości, jak i Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej.

Model kosztu historycznego wykorzystuje koszt historyczny jako podstawową kategorię wyceny. Kosztem historycznym jest cena nabycia lub koszt wytworzenia pozyskanych składników aktywów czy zobowiązań. Zgodnie z tym modelem składniki aktywów i zobowiązań prezentowane są w sprawozdaniu finansowym w wartości pierwotnej (początkowej). W przypadku składników aktywów model kosztu historycznego przewiduje korekty wartości w postaci odpisów umorzeniowych oraz odpisów z tytułu trwałej utraty wartości. Korekty te oznaczają zmniejszenie pierwotnej wartości aktywów; wynikają z zasady ostrożnej wyceny. Skutkiem dokonanych odpisów wartości jest koszt podstawowej (w przypadku umorzenia) lub koszt pozostałej działalności operacyjnej albo koszt finansowy (w przypadku trwałej utraty wartości). Specyficzną odmianą charakteryzowanego modelu wyceny jest model uwzględniający skorygowaną cenę nabycia, zwaną zamortyzowanym kosztem.

Drugi z wymienionych modeli, model wartości godziwej, zakłada konieczność dokonywania odpisów aktualizujących wartość składnika aktywów czy zobowiązań w każdym przypadku, gdy aktualna wartość składnika (ustalona na moment wyceny) różni się od jego wartości pierwotnej (albo księgowej). Odpisy aktualizujące dokonywane są na każdy dzień bilansowy i oznaczają

² Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych. Dz. U. 2001, nr 149, poz. 1674 z późn. zm.

albo wzrost wartości wycenianego składnika albo jej zmniejszenie. W efekcie jednostka gospodarcza odnotuje wynikowe przychody lub koszty, w zależności od charakteru zmian wartości. Za specyficzną odmianę modelu wartości godziwej można uznać tzw. model mieszany, w którym podstawą wyceny jest niższa z dwóch wartości: koszt historyczny albo wartość godziwa.

Porównując zapisy ustawy o rachunkowości oraz MSR/MSSF, zakres wykorzystywania prezentowanych modeli jest różny, co prezentuje tabela 1.

Tabela 1. Zakres wykorzystania modeli wyceny bilansowej w międzynarodowych i polskich regulacjach rachunkowości.

Grupa bilansowa	Model wyceny	
	Model kosztu historycznego	Model wykorzystujący wartość godziwą
Wartości niematerialne i prawne	MSSF/MSR, Uor	MSSF/MSR
Rzeczowe aktywa trwałe	MSSF/MSR, Uor	MSSF/MSR
Inwestycje niefinansowe	MSSF/MSR, Uor	MSSF/MSR, Uor
Aktywa finansowe	–	MSSF/MSR, Uor
Należności	MSSF/MSR, Uor	–
Zapasy	–	MSSF/MSR, Uor
Kapitał własny	MSSF/MSR, Uor	–
Zobowiązania finansowe	–	MSSF/MSR, Uor
Pozostałe zobowiązania	MSSF/MSR, Uor	–
Rozliczenia międzyokresowe	MSSF/MSR, Uor	–

Objaśnienia do tabeli 1:

MSSF/MSR – międzynarodowe regulacje rachunkowości w postaci Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej i Międzynarodowych Standardów Rachunkowości,

Uor – polskie regulacje rachunkowości – ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości. Dz. U. 152 z 2009 r., poz. 1223 z późn. zm.

2. Klasyfikacja instrumentów finansowych na potrzeby wyceny bilansowej

Polские regulacje rachunkowości, dotyczące instrumentów finansowych obejmują ustawę o rachunkowości oraz rozporządzenie ministra finansów, prezentujące szczegółowe rozwiązania rachunkowości w zakresie instrumentów finansowych. W związku z tym, że przepisy rozporządzenia obligatoryjnie stosują wyłącznie jednostki, których sprawozdanie finansowe podlega obowiązkowi badania, podejście do klasyfikacji i wyceny instrumentów finansowych będzie uzależnione od zakresu regulacji, jakim podlega podmiot.

Ustawa o rachunkowości nie podaje szczególnych wymogów, co do klasyfikowania instrumentów finansowych. Ze struktury bilansu wynika konieczność podziału aktywów finansowych i zobowiązań finansowych na długo-

i krótkoterminowe. Z kolei regulacje rozporządzenia wskazują cztery kategorie instrumentów finansowych, a mianowicie (RIF par. 2a):

- 1) aktywa finansowe i zobowiązania finansowe przeznaczone do obrotu,
- 2) pożyczki udzielone i należności własne,
- 3) aktywa finansowe utrzymywane do terminu wymagalności,
- 4) aktywa finansowe dostępne do sprzedaży.

Wstępne ujęcie instrumentów finansowych wymaga wskazania właściwej kategorii dla instrumentu finansowego wprowadzanego do ewidencji. Zasady, jakimi kierowała się jednostka gospodarcza przypisując instrument do danej grupy, powinny być zawarte w dokumentacji jednostki, o której mowa w art. 10 ustawy o rachunkowości.

Podobne do rozporządzenia rozwiązania wskazują regulacje MSR/MSSF (MSSF 7, MSER 39). MSR 39 także podaje cztery kategorie instrumentów finansowych, z tym, że kategoria pierwsza nosi nazwę: aktywa finansowe i zobowiązania finansowe, wyceniane w wartości godziwej przez wynik finansowy. Różnice pomiędzy regulacjami RIF i MSR w podejściu do klasyfikowania instrumentów finansowych nie tylko dotyczą nazwy pierwszej kategorii, ale także jej zakresu.

W myśl regulacji rozporządzenia do aktywów finansowych, przeznaczonych do obrotu generalnie klasyfikuje się aktywa finansowe o okresie wymagalności nie przekraczającym 3 miesięcy albo nabyte w celu odsprzedaży w ciągu najbliższych 3 miesięcy oraz wszystkie instrumenty pochodne.

Cechy charakteryzujące poszczególne kategorie instrumentów finansowych według regulacji rozporządzenia i MSR przedstawia tabela 2.

Tabela 2. Charakterystyka kategorii instrumentów finansowych w regulacjach rachunkowości.

Kategoria instrumentów finansowych	Charakterystyka według MSR	Charakterystyka według rozporządzenia
Instrumenty finansowe, wyceniane w wartości godziwej przez wynik finansowy (MSR) Instrumenty finansowe, przeznaczone do obrotu (RIF)	1) Instrumenty finansowe, przeznaczone do obrotu (nabyte w celu osiągnięcia korzyści ekonomicznych w okresie do 3 miesięcy, instrumenty pochodne) 2) Instrumenty finansowe, opcjonalnie zakwalifikowane do tej kategorii	Instrumenty finansowe, nabyte w celu osiągnięcia korzyści ekonomicznych w okresie do 3 miesięcy oraz będące instrumentami pochodnymi
Udzielone pożyczki i należności	Aktywa dające się wycenić według zamortyzowanego kosztu, dla których nie istnieje aktywny rynek	Aktywa wyceniane według zamortyzowanego kosztu, nabyte na rynku pierwotnym
Aktywa finansowe, utrzymywane do terminu wymagalności	Aktywa o charakterze dłużnym, o ile jednostka może i chce utrzymywać je do terminu wymagalności	Aktywa o charakterze dłużnym, o ile jednostka może i chce utrzymywać je do terminu wymagalności
Aktywa finansowe, dostępne do sprzedaży	Aktywa niezakwalifikowane do innych kategorii	Aktywa niezakwalifikowane do innych kategorii

Źródło: Opracowanie własne na podstawie regulacji MSR 39 oraz rozporządzenia.

Według MSR 39 kategoria pierwsza instrumentów finansowych ma szerszy zakres (w porównaniu do regulacji rozporządzenia) i obejmuje dwa elementy:

- aktywa finansowe i zobowiązania finansowe przeznaczone do obrotu (definiowane analogicznie jak w rozporządzeniu) oraz
- aktywa i zobowiązania finansowe opcjonalnie wyznaczone przy początkowym ujęciu jako wyceniane w wartości godziwej.

Drugi z wymienionych elementów obejmuje wszystkie aktywa i zobowiązania finansowe, co do których jednostka dobrowolnie zadeklarowała zasadę wyceny w wartości godziwej ze skutkami odnoszonymi na wynik finansowy. Element ten rozszerza zakres pierwszej kategorii instrumentów finansowych w porównaniu do kategorii występującej w polskich unormowaniach (rozporządzeniu).

Rozbieżności między regulacjami polskimi i międzynarodowymi dotycząca także drugiej kategorii. Pomimo tej samej nazwy, MSR wskazują szerszy zakres. Brak aktywnego rynku na dłużne aktywa finansowe według MSR 39 kwalifikuje je do tej właśnie kategorii, podczas gdy w świetle rozporządzenia wymagane jest pozyskanie aktywów w drodze bezpośredniej wymiany środków pieniężnych.

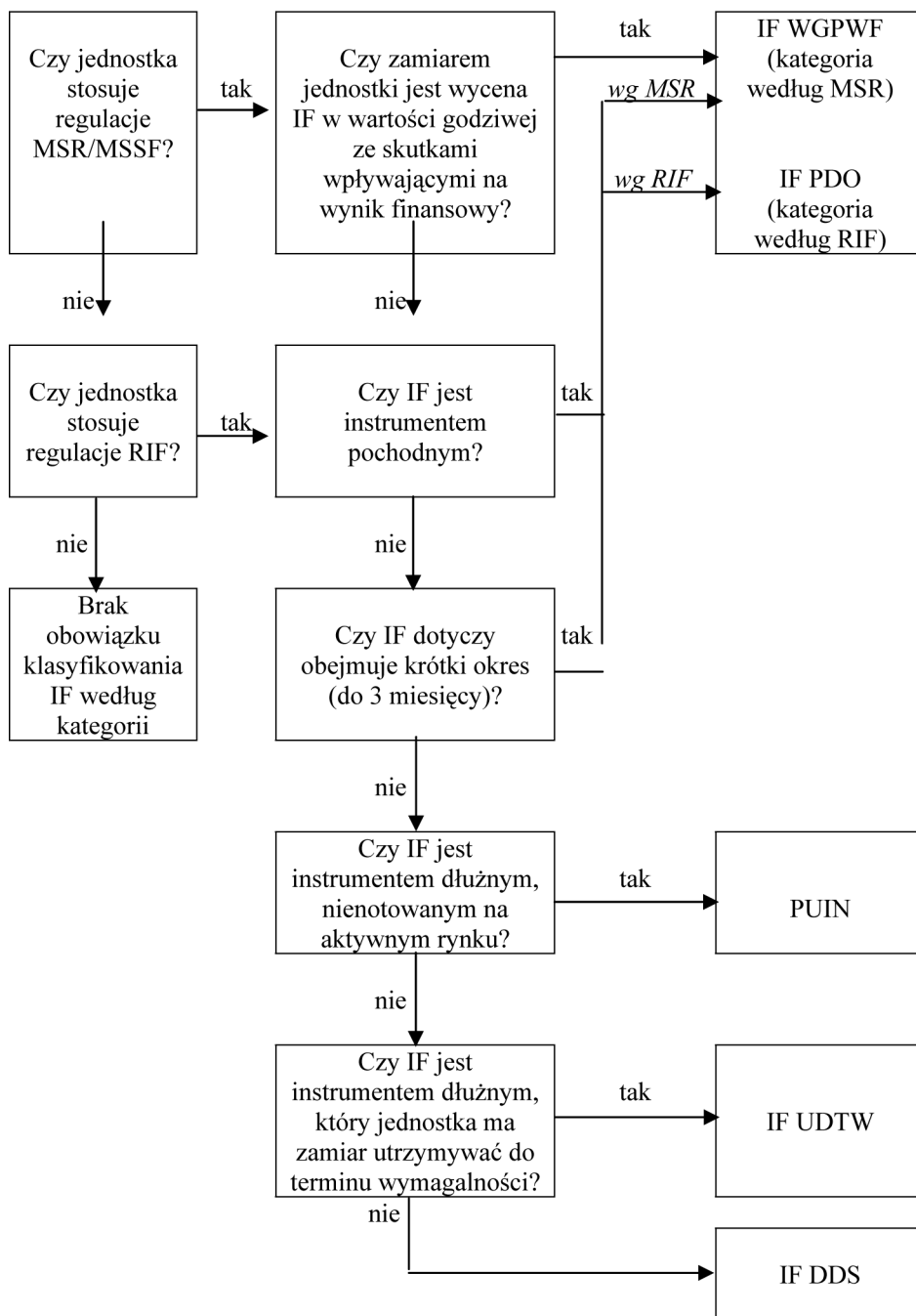
Pozostałe kategorie instrumentów finansowych definiowane są podobnie w regulacjach rozporządzenia i MSR.

Schemat postępowania przy kwalifikowaniu instrumentu finansowego do danej kategorii przedstawia rys. 1.

Zakwalifikowanie instrumentu finansowego do odpowiedniej kategorii warunkuje przyjęcie właściwego modelu wyceny bilansowej, modelu wartości godziwej albo modelu kosztu historycznego, wykorzystującego generalnie skorygowaną cenę nabycia.

Objaśnienia do rys. 1:

- IF – instrument finansowy,
- IF WGPWF – instrument finansowy, wyceniany w wartości godziwej przez wynik finansowy,
- IF PDO – instrument finansowy, przeznaczony do obrotu,
- PUIN – pożyczki udzielone i należności,
- IF UDTW – aktywa finansowe, utrzymywane do terminu wymagalności,
- IF DDS – aktywa finansowe, dostępne do sprzedaży,
- RIF – rozporządzenie, regulujące kwestie instrumentów finansowych.



Rys. 1. Zasady kwalifikowania instrumentów finansowych do kategorii.

Źródło: M. Rówińska (2011), s. 55.

3. Zastosowanie modelu wartości godziwej do wyceny instrumentów finansowych

Wartość godziwa jest kategorią wyceny wskazywaną jako podstawowa, jeśli chodzi o wycenę aktywów finansowych. Na ten fakt wskazują zapisy ustawy o rachunkowości, rozporządzenia oraz MSR/MSSF.

Jednostki prowadzące rachunkowość wyłącznie w oparciu o ustawę o rachunkowości samodzielnie dokonują wyboru zasady wyceny aktywów finansowych, wskazując wybraną zasadę w opisie swojej polityki rachunkowości. Ustawa o rachunkowości w art. 28 wskazuje model wartości godziwej jako jeden z możliwych do zastosowania w wycenie aktywów finansowych zarówno długo- jak i krótkoterminowych. Model ten wskazany jest generalnie do wyceny aktywów finansowych, które nie posiadają określonego terminu wymagalności, czyli do aktywów finansowych o charakterze udziałowym. Skutkiem wykorzystania modelu wartości godziwej jest konieczność korekty wartości księgowej aktywów do poziomu wartości godziwej, wyznaczonej na dzień bilansowy. Zgodnie z zapisami ustawy o rachunkowości, korekty wartości odnoszone są w różny sposób, w zależności od tego, czy wycena dotyczy długo- czy też krótkoterminowych aktywów.

W przypadku długoterminowych aktywów finansowych, wycenianych w wartości godziwej, korekty wartości wpływają na kapitał z aktualizacji wyceny lub/i na wynik finansowy. Zgodnie z art. 35.4 ustawy o rachunkowości wszelkie zmiany wartości aktywów powyżej ceny nabycia skutkują utworzeniem lub korektą utworzonego wcześniej kapitału z aktualizacji wyceny. Z kolei spadek wartości poniżej ceny nabycia odnotowany zostaje w sposób wynikowy poprzez koszty lub przychody finansowe. Kapitał z aktualizacji wyceny utworzony dla danego składnika aktywów finansowych pozostałe tak długo, jak długo jednostka dysponuje tymi aktywami. Na moment wyksięgowania aktywów następuje rozwiązanie kapitału. Kapitał z aktualizacji wyceny rozlicza się wtedy z nadwyżką wartości powstałej z tytułu aktualizacji (Uor, art. 35.5).

Krótkoterminowe udziałowe aktywa finansowe podlegają wycenie według jednej z dwóch zasad (Uor, art. 28.1.5):

- według wartości rynkowej (godziwej) albo
- według ceny nabycia lub wartości rynkowej (godziwej), zależnie od tego, która z nich jest niższa.

Obie powyższe zasady wykorzystują wartość godziwą, stąd (jak podano wcześniej) oznaczają zastosowanie modelu wartości godziwej. W myśl unormowań ustawy o rachunkowości, wszelkie korekty wartości krótkoterminowych aktywów finansowych – niezależnie od wyboru zasady wyceny – odnoszone są bezpośrednio na wynik finansowy, poprzez koszty czy też przychody finansowe.

Jednostki, których sprawozdanie finansowe podlega obowiązkowi badania, obowiązkowo dokonują wyceny bilansowej aktywów finansowych uwzględniając – obok ustawy o rachunkowości – przepisy rozporządzenia.

Zgodnie z regulacjami rozporządzenia i MSR dobór modelu wyceny wynika z kategorii, do której zakwalifikowany został instrument finansowy. Model wartości godziwej jest modelem jednoznacznie wskazanym jako jedyny wykorzystywany do wyceny instrumentów finansowych, zakwalifikowanych do pierwszej kategorii, czyli do aktywów finansowych i zobowiązań finansowych, przeznaczonych do obrotu (według rozporządzenia) albo aktywów finansowych i zobowiązań finansowych, wycenianych w wartości godziwej przez wynik finansowy (według MSR). Skutki aktualizacji aktywów i zobowiązań finansowych odnoszone są bezpośrednio na wynik finansowy (jako przychody finansowe albo koszty finansowe, w zależności od charakteru korekty wartości). Należy raz jeszcze podkreślić, że w myśl MSR, taki sposób traktowania korekt wartości jednostka może wskazać dla wszystkich aktywów i zobowiązań finansowych. Dobrowolna decyzja jednostki o przyjęciu wynikowego sposobu odnoszenia skutków wyceny jest nieodwołalna.

Oprócz pierwszej kategorii, model wartości godziwej wskazany jest (w regulacjach rozporządzenia i MSR) także dla aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży (czwarta kategoria). W tym przypadku, zgodnie z zapisami rozporządzenia i MSR, korekty wartości wynikające z przeprowadzonej wyceny bilansowej wpływają bezpośrednio na wynik finansowy albo odnoszone są na kapitał z aktualizacji wyceny. Wybór sposobu odnoszenia skutków wyceny dotyczy jednak wyłącznie jednostek, które sporządzają sprawozdanie finansowe według MSSF. W przypadku polskich regulacji, rozporządzenie pozornie tylko wskazuje na możliwość wyboru sposobu odnoszenia skutków wyceny. Rozporządzenie jako akt prawny niższego rzędu podlega unormowaniom ustawy o rachunkowości. W związku z tym należy przyjąć, że skutki wyceny aktywów dostępnych do sprzedaży i traktowanych jako inwestycja długoterminowa będą wpływały na kapitał z aktualizacji wyceny. Z kolei korekty wartości aktywów dostępnych do sprzedaży traktowanych jako krótkookresowa inwestycja odnoszone będą wprost na wynik finansowy. Wynikający z polskich regulacji sposób odnoszenia skutków aktualizacji długoterminowych aktywów finansowych na kapitał z aktualizacji wyceny nie dopuszcza możliwości wystąpienia ujemnego kapitału. Obowiązuje w tym przypadku podana wyżej zasada, opisana w art. 35 Uor: zmiany wartości aktywów powyżej ich ceny nabycia stanowią korektę kapitału z aktualizacji wyceny, zmiany poniżej ceny nabycia wpływają na wynik finansowy.

W odniesieniu do aktywów finansowych, zakwalifikowanych jako dostępne do sprzedaży, MSR wskazują odmienne od polskich rozwiązania. Jak już wspomniano, MSR 39 daje możliwość wyboru jednostce sposobu odnoszenia efektów aktualizacji: albo na wynik finansowy, albo na kapitał z aktualizacji wyceny. W przypadku wyboru dokonywania korekt wartości poprzez kapitał

z aktualizacji wyceny według MSR, odmiennie niż wynika to z polskich regulacji, wszelkie zmiany wartości odnoszone są na kapitał (MSR 39 par. 55). MSR dopuszcza bowiem możliwość wystąpienia ujemnego kapitału. Według MSR kapitał ten traktowany jest jako skumulowany zysk albo skumulowana strata na korektach wartości aktywów finansowych. Wszystkie zmiany wartości są kumulowane w kapitale i dopiero na moment sprzedaży składnika aktywów, którego kapitał dotyczy, podlegają „przekształceniu” w kategorię wynikową. Skumulowane zyski odnotowane zostają jako przychody finansowe, skumulowane straty – jako koszty finansowe.

4. Zastosowanie modelu kosztu historycznego do wyceny instrumentów finansowych

W odniesieniu do wyceny aktywów i zobowiązań finansowych, model kosztu historycznego wskazywany jest przez ustawę o rachunkowości jako jeden z dwóch modeli wyceny długoterminowych aktywów finansowych. W tym zakresie model kosztu historycznego uwzględnia jedynie odpisy z tytułu trwałej utraty wartości, traktowane jako kategoria wynikowa (koszty finansowe). Odpisów z tytułu utraty wartości można dokonać, gdy istnieje duże prawdopodobieństwo, że kontrolowany przez jednostkę składnik aktywów nie przyniesie w przyszłości w znaczącej części lub całości przewidywanych korzyści ekonomicznych (Uor, art. 28.7).

Ponadto, zarówno ustawa o rachunkowości, jak i rozporządzenie i MSR wskazują ten model wyceny jako właściwy do wyceny instrumentów finansowych o charakterze dłużnym, czyli do instrumentów finansowych o określonym terminie wymagalności. Ustawodawca wskazuje skorygowaną cenę nabycia jako kategorię wyceny bilansowej aktywów i zobowiązań finansowych o charakterze dłużnym.

Wskazywaną kategorią wyceny jest skorygowana cena nabycia (zamortyzowany koszt). Według rozporządzenia i MSR dłużne instrumenty finansowe generalnie kwalifikowane są do kategorii drugiej (udzielone pożyczki i należności) lub trzeciej (aktywa utrzymywane do terminu wymagalności). Definiując zasady wyceny tych kategorii instrumentów finansowych regulacje rachunkowości wskazują skorygowaną cenę nabycia (zamortyzowany koszt) jako podstawową kategorię ich wyceny. Wycena bilansowa wiąże się w tym przypadku z koniecznością uwzględnienia na dzień bilansowy zmian z tytułu odsetek lub dyskonta, a zatem odzwierciedlone zostaną one w sposób wynikowy. W tym względzie nie ma rozbieżności w uregulowaniach międzynarodowych i polskich. Ponadto instrumenty te podlegają ocenie pod względem utraty wartości. MSR 39 wskazuje zdarzenia, które mogą stanowić przyczynę utraty wartości aktywów finansowych. Są to w szczególności (MSR 39 par. 59):

- znaczące trudności finansowe emitenta lub dłużnika,
- niedotrzymanie warunków umowy,
- wysokie prawdopodobieństwo upadłości lub innej reorganizacji finansowej emitenta,
- zanik aktywnego rynku na dany składnik aktywów finansowych ze względu na trudności finansowe,
- obserwowane dane wskazujące na możliwy do zmierzenia spadek oszacowanych przyszłych przepływów pieniężnych związanych z grupą aktywów finansowych od momentu początkowego ich ujęcia, mimo że nie można jeszcze ustalić spadku dotyczącego pojedynczego składnika grupy aktywów finansowych.

Wystąpienie przyczyn oznaczających utratę wartości aktywów finansowych, zobowiązuje jednostkę do dokonania stosownego odpisu wartości. Odpis ten traktowany jest jako koszt finansowy.

Oprócz wyżej wymienionych przypadków, wycena w koszcie historycznym wskazywana jest także dla aktywów finansowych, dla których nie jest możliwa wycena w wartości godziwej. Zatem w sporadycznych przypadkach wycena udziałowych aktywów finansowych oparta będzie na ich cenie nabycia.

5. Proponowane zmiany w zakresie wyceny instrumentów finansowych

Przedstawione powyżej regulacje rachunkowości w zakresie modeli wyceny instrumentów finansowych to regulacje obowiązujące aktualnie. Od stycznia 2013 roku wejdą w życie regulacje MSSF 9, który docelowo zastąpi obecny MSR 39. MSSF 9 wprowadza zmiany w samej klasyfikacji instrumentów finansowych, wprowadzając tylko dwie grupy instrumentów finansowych, różniące się modelem wyceny. I tak wyodrębnione zostały:

- 1) aktywa finansowe i zobowiązania finansowe, wyceniane według wartości godziwej oraz
- 2) aktywa finansowe i zobowiązania finansowe, wyceniane według zamortyzowanego kosztu.

Nowe rozwiązanie jest bardziej przejrzyste i klarowne w porównaniu z obecnie obowiązującym.

Zgodnie z MSSF 9 aktywa i zobowiązania finansowe wyceniane według zamortyzowanego kosztu obejmują wyłącznie instrumenty o charakterze dłużnym, pod warunkiem, że spełniają jednocześnie dwa warunki (MSSF 9 par. 4.2):

- składniki, podlegające wycenie utrzymywane są według przyjętego modelu zarządzania aktywami finansowymi, którego celem jest utrzymy-

- wanie aktywów dla uzyskania umownych przepływów pieniężnych (zamiast celu sprzedaży aktywów przed terminem wymagalności),
- wyceniane składniki powodują umowne przepływy pieniężne, obejmujące wyłącznie spłaty kapitału i odsetek od niespłaconej części kapitału (zgodnie z par. 4.3 odsetki należy rozumieć jako wynagrodzenie za wartość pieniądza w czasie oraz za ryzyko kredytowe ponoszone przez pożyczkodawcę).

Wprowadzony przez MSSF 9 model zarządzania aktywami finansowymi wymaga od jednostki gospodarczej dokonania na poziomie portfela instrumentów finansowych oceny, czy instrument dłużny służy pozyskiwaniu przepływów pieniężnych, czy też realizacji przyrostu jego wartości wskutek sprzedaży przed terminem wymagalności. Jeśli przyjęty model podporządkowany jest pierwszej z wymienionych możliwości (pozyskania przepływów pieniężnych) uznaje się, że spełniony jest jeden z warunków zaliczenia do grupy wycenianej według zamortyzowanego kosztu.

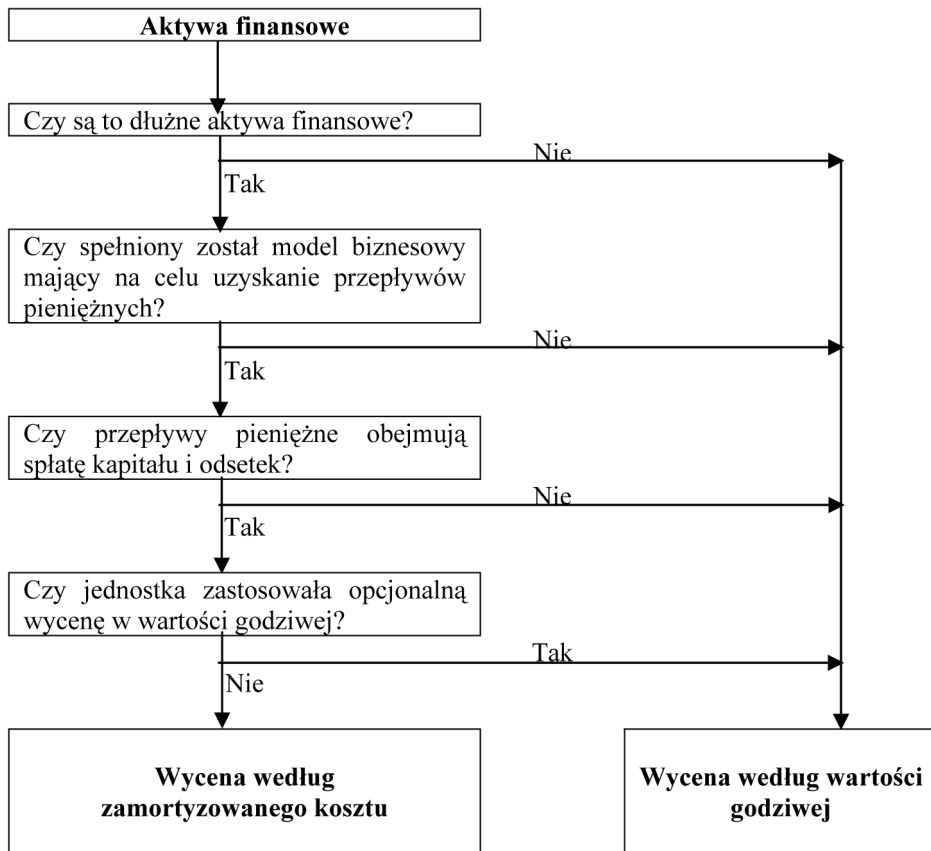
Zakwalifikowanie instrumentu do grupy instrumentów wycenianych w zamortyzowanym koszcie oznacza, że wszelkie korekty wartości wynikające z dokonanej wyceny odnoszone są – podobnie do obecnie obowiązujących rozwiązań – na wynik finansowy.

Instrumenty finansowe, które nie spełniają wskazanych wyżej warunków będą podlegają zakwalifikowaniu do grupy instrumentów wycenianych w wartości godziwej. Skutki korekt wartości i w tym przypadku wpływać będą na wynik finansowy. MSSF 9 (par. 5.4) dopuszcza także możliwość ujmowania zysków i strat wynikających ze zmiany wartości w kapitale z aktualizacji wyceny. Jednostka gospodarcza może podjąć decyzję o przyjęciu takiego właśnie sposobu odnoszenia korekt wartości, decyzja ta jest nieodwracalna. Podobnie, jak wynika z obowiązujących rozwiązań, kapitałowy sposób ujmowania skutków wyceny nie może być zastosowany do aktywów i zobowiązań finansowych, posiadanych w okresie nie dłuższym niż 3 miesiące oraz instrumentów pochodnych.

Należy podkreślić, iż – podobnie jak to jest obecnie – MSSF 9 (par. 4.40–4.5) dopuszcza możliwość opcjonalnego wyznaczenia na moment początkowego ujęcia każdego składnika aktywów i zobowiązań finansowych jako wycenianego w wartości godziwej przez wynik finansowy.

Zasady dokonywania klasyfikacji aktywów finansowych zgodnie z nowymi uregulowaniami przedstawia rys. 2.

Z uwagi na wprowadzone przez MSSF zmiany w zakresie elementów sprawozdania finansowego i wprowadzenie sprawozdania z innych całkowitych dochodów, MSSF 9 w odniesieniu do sposobu odnoszenia skutków wyceny aktywów finansowych wycenianych w wartości godziwej posługuje się określeniem „wyceniane przez wynik finansowy” (zmiany kształtują wynik finansowy) oraz „wyceniane przez inne całkowite dochody” (zmiany odzwierciedlone są w kapitale z aktualizacji wyceny).



Rys. 2. Klasyfikacja aktywów finansowych w świetle MSSF 9.

Źródło: M. Rówińska (2011), s. 64.

Zakończenie

Prawo bilansowe wykształciło modele wyceny, których odpowiedni dobór i wykorzystanie powinno prowadzić do rzetelnego i prawdziwego przedstawienia informacji o stanie majątku jednostki gospodarczej. W odniesieniu do instrumentów finansowych prawo bilansowe dopuszcza dwa modele wyceny: model wartości godziwej i model kosztu historycznego. Dobór właściwego modelu wyceny wynika przede wszystkim z charakteru instrumentu finansowego, generalnie instrumenty o charakterze udziałowym wyceniane są zgodnie z modelem wartości godziwej, instrumenty o charakterze dłużnym – według modelu kosztu historycznego.

Zastosowanie modelu wartości godziwej wiąże się koniecznością okresowego dokonywania korekt wartości, rzutujących często na poziom wyniku finansowego (albo na kapitał z aktualizacji wyceny). Z kolei model kosztu historycznego wykorzystywany do wyceny instrumentów finansowych zakłada wycenę według skorygowanej ceny nabycia (zamortyzowanego kosztu), uwzględniającego efektywną stopę procentową.

LITERATURA

1. MSR 39 Instrumenty finansowe: ujmowanie i wycena, MSSF, SKwP 2011.
2. MSSF 9 Instrumenty finansowe, MSSF, SKwP 2011.
3. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych, Dz. U. 2001, nr 149, poz. 1674 z późn. zm.
4. Rówińska M. (2011), *Wartość godziwa w rachunkowości finansowej i osłonowej w zakresie instrumentów finansowych*, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach.
5. Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości, Dz. U. 2009, nr 152, poz. 1223 z późn. zm.

STRESZCZENIE

W artykule przedstawiono istotę poszczególnych kategorii instrumentów finansowych według polskiego prawa bilansowego i międzynarodowych regulacji rachunkowości. Wskazano zasady wyceny właściwe określonym kategoriom. Przedstawiono także proponowane przez IASB zmiany w zakresie wyceny i klasyfikacji instrumentów finansowych, jakie będą obowiązywały od 2013 roku.

SUMMARY

The article presents the essence of each category of financial instruments based on Polish and international accounting regulations. Principles of measurement of each category (fair value or amortized cost) were stated. Changes, proposed by IASB, in measurement and classification of financial instruments were presented. New rules of classification of financial instrument must be adapted from 2013.

KRYSTYNA BARCZYK

Instrumenty pochodne w zarządzaniu ryzykiem gospodarczym

Wprowadzenie

Ryzyko finansowe dotyczy działalności instytucji finansowych, firm i prywatnych inwestorów. Wiąże się ono z nieoczekiwanymi zmianami przepływów pieniężnych, wynikających z aktywności na rynkach finansowych bądź działalności operacyjnej.

Pojęcie „ryzyko” nie jest jednoznacznie zdefiniowane. Niektórzy uważają, że ma wyłącznie negatywny wydźwięk i oznacza po prostu możliwość poniesienia straty. Dla innych zaś ma dużo szersze znaczenie i odnosi się nie tylko do możliwości poniesienia strat, ale również do osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków. Ryzyko jest właściwe ludzkiej aktywności. Jest związane z nieznaną istotą przyszłych zdarzeń oraz z ekspozycją na niepewność związaną z tymi zdarzeniami.¹ A.H. Willett określa ryzyko jako zjawisko obiektywne, skorelowane z subiektywną niepewnością wystąpienia niepożądanego zjawiska.² O. Lange definiuje ryzyko jako niepewność przewidywania zdarzeń z przyszłości, wynikająca z faktu niedokładności i niepełności metod statystycznych, zastosowanych do szacowania przyszłości.³ Pojęcie ryzyka pochodzi od staro włoskiego „*risicare*”, co oznacza odważyć się.⁴ W ten sposób rozumiane ryzyko jest raczej wyborem, a nie nieuchronnym przeznaczeniem.⁵

¹ F.S. Lhabitant, O. Tinguely, *Financial Risk Management: An Introduction*, Thunderbird International Business Review, Vol. 43(3)/2000, s. 344.

² E. Ostrowska, *Ryzyko inwestycyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 1999, s. 23.

³ I. Wojciechowski, *Opcje na wybrane instrumenty finansowe jako narzędzia ograniczające ryzyko*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Kraków 1999, s. 11.

⁴ W. Tarczyński, *Instrumenty pochodne na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 2003, s. 139.

⁵ P.L. Bernstein, *Przeciw Bogom. Niezwykłe dzieje ryzyka*, Wydawnictwo WIG PRESS, Warszawa 1997, s. 76.

Ryzyko jest nieodłącznym elementem towarzyszącym prowadzeniu działalności gospodarczej i jest wynikiem podejmowania określonych decyzji dotyczących przyszłości. Otaczająca rzeczywistość wymusza by uczestnicy rynku, a zatem również przedsiębiorstwa były świadome ryzyka na jakie są narażone prowadząc swoją działalność.

Zarządzanie ryzykiem, a w konsekwencji stosowanie różnorodnych metod *hedgingu* jest coraz częstszym zjawiskiem w polskiej gospodarce. Transakcje *hedgingowe* dają jednostkom gospodarczym możliwość neutralizowania lub ograniczania ryzyka zmian, między innymi cen instrumentów finansowych oraz towarów, za pomocą wykorzystania instrumentów pochodnych. Celem artykułu jest przedstawienie istoty działań *hedgingowych*, podejmowanych przez jednostki gospodarcze w celu zneutralizowania ryzyka wynikającego ze zmienności określonych czynników rynkowych, wpływających na osiągnięte przez jednostkę wyniki, poprzez zastosowanie transakcji zabezpieczających z wykorzystaniem instrumentów pochodnych.

1. Rodzaje ryzyka w działalności przedsiębiorstwa

Kluczowym elementem zarządzania ryzykiem jest identyfikacja jego źródeł, wielkości, jak również jego wpływu na funkcjonowanie przedsiębiorstwa. Źródeł zagrożeń jest bardzo wiele, a wpływ na nie mają zarówno czynniki makroekonomiczne, jak i czynniki mikroekonomiczne związane z bezpośrednim otoczeniem, w którym działa przedsiębiorstwo. W przedsiębiorstwie zarządzanie ryzykiem jest często dodatkową działalnością firmy, a nie jak w przypadku branży finansowej podstawową. Przedsiębiorstwa winny być zarządzane w taki sposób, aby w swej działalności realizowały strategię finansową obejmującą rentowność, rozwój i ryzyko.⁶

Z punktu widzenia przedsiębiorstwa i jego uczestnictwa w rynku kapitałowym ryzyko można podzielić na następujące kategorie⁷:

- ryzyko rynkowe (*ang. market risk*),
- ryzyko kredytowe (*ang. credit risk*),
- ryzyko operacyjne (*ang. operational risk*),
- ryzyko biznesowe (*ang. business risk*).

Ryzyko rynkowe – wynika z faktu, że dochód z tytułu posiadania instrumentów finansowych zależy od pewnych czynników, które ustala rynek.

⁶ A. Kopiński, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa, metody i zastosowanie*, Wyższa Szkoła Zarządzania i Bankowości, Jednostka Uczelniana we Wrocławiu, Poznań–Wrocław 2001, s. 18.

⁷ Por.: A. Socik, *Przedsiębiorstwo a ryzyko – podejście praktyczne*, „Rynek Terminowy” nr 10/4/2000, s. 49, P. Best, *Wartość narażona na ryzyko*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2000, s. 14–16.

Z reguły tymi czynnikami są: stopy procentowe (*ang. interest rate risk*), kursy walutowe (*ang. exchange rate risk*), ceny akcji (*ang. stock price risk*) oraz ceny towarów (*ang. commodity price risk*). Często ryzyko rynkowe nazywane jest także ryzykiem ceny (*ang. price risk*), gdyż kształtowanie się cen finansowych wpływa na dochód z inwestycji. Z punktu przedsiębiorstwa ryzyko rynkowe to ryzyko poniesienia straty w wyniku zmian wartości aktywów, będących przedmiotem obrotu i znajdujących się w posiadaniu przedsiębiorstwa.

Ryzyko kredytowe – nie ogranicza się tylko do ryzyka niezapłacenia określonej kwoty. Ryzyko kredytowe odnosi się drugiej strony transakcji – niedotrzymania przez nią warunków umowy (*ang. default risk*). Opóźnienie w otrzymaniu należności może spowodować podniesienie kosztów finansowych, a w skrajnych sytuacjach spowodować głębsze problemy finansowe. To ryzyko jest definiowane jako prawdopodobieństwo niewypełnienia przez kontrahenta warunków umowy z powodu niemożności wywiązania się ze zobowiązań finansowych.

Ryzyko operacyjne – definiowane jako ryzyko poniesienia strat w wyniku działania niesprawnych systemów, niewystarczającej kontroli, błędu człowieka lub niewłaściwego zarządzania, może doprowadzić do utraty środków pieniężnych. Ogólnie ryzyko operacyjne ma charakter systemowy, a nie inwestycyjny

Ryzyko biznesowe – związane z prowadzoną przez przedsiębiorstwo działalnością gospodarczą i rynkiem produktów lub usług, na którym działa. Ryzyko biznesowe powstaje na skutek decyzji inwestycyjnych: wyboru strategii rozwoju, strategii marketingowych, decyzji cenowych i niepewności, co do poziomu sprzedaży. Ryzyko biznesowe ma charakter długotrwały, powstaje w wyniku określonych decyzji inwestycyjnych, związanych z realizacją określonej strategii rozwoju firmy.

Nie wszystkie rodzaje ryzyka są możliwe do monitorowania i zarządzania. Przy ryzyku finansowym jest możliwość monitorowania i wpływu na jego powstanie oraz przebieg, natomiast przy ryzyku niefinansowym podmioty gospodarcze ograniczają się do prób jego monitorowania i ewentualnie przygotowywania alternatywnych działań lub niwelowania negatywnych skutków. Tabela 1 prezentuje możliwości monitorowania określonych rodzajów ryzyka.

Istotą zarządzania ryzykiem jest poprawa wyników finansowych z jednej strony, a z drugiej zapewnienie takich warunków, które przyczynią się do nieponoszenia większych strat niż założono⁸. Podmioty gospodarcze narażone na ryzyko mogą do niego podejść w rozmaity sposób. Do najczęściej wymienianych można zaliczyć: unikanie ryzyka, ponoszenie ryzyka, wzmacnianie ryzyka, dywersyfikacja ryzyka i rozproszenie, zabezpieczanie przed

⁸ E. Wiśniewska, *Giełdowe instrumenty pochodne*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 77.

Tabela 1. Możliwości monitorowania określonych rodzajów ryzyka.

Możliwości	Rodzaje ryzyka
1. Możliwość monitorowania i wpływu na jego powstawanie oraz przebieg	<ul style="list-style-type: none"> • Ryzyko walutowe • Ryzyko stopy procentowej • Ryzyko kredytowe • Ryzyko płynności
2. Możliwość monitorowania bez możliwości wpływu na jego powstanie i przebieg	<ul style="list-style-type: none"> • Ryzyko środowiska gospodarczego • Ryzyko sprzedaży • Ryzyko systemowe • Ryzyko akceptacji nowego produktu • Ryzyko prawne i organizacyjne
3. Brak możliwości przewidzenia wystąpienia tego ryzyka	<ul style="list-style-type: none"> • Ryzyko katastroficzne (ryzyko wystąpienia m.in. zdarzeń losowych)

Źródło: Opracowanie własne.

ryzykiem.⁹ Unikanie ryzyka nie zawsze jest możliwe, bowiem podmioty nie zawsze dysponują odpowiednimi informacjami, które pozwoliłyby podjąć odpowiednie działania. Akceptowanie ryzyka wystąpi, gdy podmiot gospodarczy całkowicie zdaje się na warunki rynkowe i nie podejmuje żadnych działań w celu jego ograniczenia, tzn. akceptuje zarówno dodatnie jak i ujemne wyniki swojej działalności. Wzmacnianie ryzyka jest to działanie podejmowane głównie przez spekulantów. Dywersyfikacja ryzyka jest związana z dywersyfikacją działalności przedsiębiorstwa. Jest to strategia bardzo korzystna, chociaż nie zawsze możliwa do zastosowania. Ostatnią możliwością jest zabezpieczanie przed niekorzystnymi zmianami na rynku, poprzez transakcje *hedgingowe*, przy zastosowaniu różnorodnych instrumentów pochodnych.

2. Istota *hedgingu*

Hedging nie jest działaniem polegającym na unikaniu ryzyka, jest to raczej działanie, którego celem jest ponoszenie ryzyka ujemnie skorelowanego do ryzyka zabezpieczanego. Podstawowym celem zawierania transakcji *hedgingowych* jest ochrona przed stratami jakie mogą wynikać ze zmiany cen, kursów walutowych, stóp procentowych czy innych czynników rynkowych¹⁰. Motywy działań poszczególnych podmiotów gospodarczych będą zróżnicowane. Są one zdeterminowane przez wiele czynników takich jak:

⁹ Por.: T. Szelaż, *Ryzyko i hedging z perspektywy producenta miedzi rafinowanej*, „Rynek Terminowy” nr 25/3/2004, s. 42; S. Kuczyński, *Ryzyko transakcjach handlu zagranicznego*, „Rynek Terminowy” nr 26/4/2004, s. 46.

¹⁰ W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo PWN, Warszawa 2002, s. 339.

- sytuacja wewnętrzna firmy,
- sytuacja rynkowa,
- pozycja kosztowa danego podmiotu,
- możliwości ponoszenia określonego ryzyka.

Najczęściej celem podejmowania działań *hedgingowych* jest jednak przeciwdziałanie sytuacji, w której nagły spadek cen drastycznie zmieni oczekiwane przepływy pieniężne doprowadzając do sytuacji, w której może dojść do np. niemożności pokrycia kosztów produkcji. Drugim istotnym celem jest zapewnienie finansowania określonych projektów inwestycyjnych, jak również realizacja założeń budżetowych jednostki.

Hedging jest ciągiem nieprzerwanych działań, które tworzą określony proces, składający się z określonych etapów. Poniższa tabela prezentuje etapy tego procesu oraz ich charakterystykę.

Tabela 2. Etapy działań w procesie *hedgingu*.

Etapy	Charakterystyka
1. Opracowanie strategii	Identyfikacja ryzyka i oszacowaniem wielkości tego ryzyka
2. Monitoring	Dostęp do informacji dotyczącej aktualnej ekspozycji na ryzyko
3. Dostosowanie strategii	Wcześniejszy etap dostarcza informacji czy istnieje potrzeba zmiany strategii w trakcie jej trwania
4. Ocena <i>hedgingu</i>	Polega na zmierzeniu efektywności podjętych działań

Źródło: Opracowanie własne na podstawie J. Romanowski, *Doświadczenie przedsiębiorstw działających na rynkach towarowych*, „Rynek Terminowy” Nr 3/5/1999, s. 15.

W pierwszym etapie następuje identyfikacja i oszacowanie ryzyka oraz podjęcie decyzji w zakresie wprowadzenia określonej strategii. Podjęcie decyzji powinno być poprzedzone wielowariantową analizą wrażliwości przychodów na zmienność cen i możliwy rozwój sytuacji w przyszłości. Monitoring pozwala ustalić, w jakim stopniu bieżąca sytuacja w transakcjach *hedgingowych* odbiega od sytuacji prognozowanej. W kolejnym etapie należy podjąć ewentualną decyzję o zmianie strategii lub jej dostosowaniu ze względu na nieprzewidzianą zmianę czynników rynkowych (np. zmianę ekspozycji na ryzyko, zmianę płynności instrumentów pochodnych). Z kolei ocena podejmowanych działań *hedgingowych* nie powinna być prowadzona w odezwaniu od przychodów w rzeczywistych transakcjach ze względu na cel podejmowanych działań, którym nie jest maksymalizacja zysków, lecz minimalizacja strat.

3. Instrumenty pochodne w transakcjach zabezpieczających

Na rynkach finansowych znajduje się wiele instrumentów pozwalających na skuteczne modyfikowanie wielkości podejmowanego przez przedsiębiorstwo ryzyka, a tym samym do opracowywania strategii właściwych dla rodzaju i wielkości ryzyka. Ponieważ nie ma możliwości całkowitego zabezpieczenia się przed ryzykiem należy podejmować działania, których celem jest jak największe jego zminimalizowanie. W transakcjach zabezpieczających najczęściej wykorzystywane są klasyczne instrumenty pochodne takie jak:

- kontrakty *futures*,
- kontrakty *forward*,
- opcje,
- swapy.

Dobór właściwego instrumentu oraz określenie zabezpieczanej pozycji jest istotnym elementem strategii zarządzania ryzykiem. Pozycją zabezpieczającą mogą być różnorodne składniki majątku jednostki gospodarczej, zobowiązania lub planowana przyszła transakcja.

Ekspozycja na ryzyko obejmuje różnorodne składniki majątku, denominowane w walucie obcej, transakcje kupna i sprzedaży przyszłych okresów (np. długoterminowe kontrakty na nabycie środków trwałych), rzeczywiste, fizyczne zakupy oraz sprzedaż dóbr i usług, które nie zostały jeszcze zafakturowane, środki pieniężne na rachunkach bankowych i płatności denominowane w walutach obcych, które pojawią się jeśli dojdzie do przewidywanej działalności handlowej. Zabezpieczeniu mogą podlegać pojedyncze składniki majątku, zobowiązań, portfel składników o porównywalnym profilu ryzyka, a także planowane przyszłe przepływy pieniężne związane z planowanymi transakcjami.¹¹

Poniższy przykład przedstawia transakcję zabezpieczającą przepływy pieniężne z tytułu zaciągniętego kredytu w walucie obcej o zmiennym oprocentowaniu. Pozycją zabezpieczającą są zatem przyszłe płatności, wynikające z zaciągniętego kredytu, instrumentem zabezpieczającym będzie *swap*. W przykładzie przyjęto poniższe założenia hipotetyczne:

- wysokość zaciągniętego kredytu wynosi: 1 000 000 EUR,
- spłata kredytu na koniec umowy, na koniec roku,
- odsetki od kredytu płatne co kwartał wg stopy WIBOR +1%,
- w momencie podpisania umowy kredytowej 3 M WIBOR wynosił 3,3350, kurs EUR/PLN 3,4130.

W wyniku zaistniałej sytuacji jednostka posiada pozycję wrażliwą zarówno na zmiany kursu walutowego, jak i stóp procentowych. Zakładając zmiany zarówno kursu walutowego, jak i stóp procentowych, chcąc zabezpieczyć

¹¹ P. Woźniak, R. Serdyński, *Rachunkowość zabezpieczeń*, ODDK, Gdańsk 2010, s. 21.

przepływy gotówkowe decyduje się na transakcję *swapową* – CIRS (swap procentowo-walutowy, *ang. cross currency interest rate swap*). Jednostka zawierając transakcje uzyskuje zamianę rocznego kredytu w walucie obcej z odsetkami zmiennymi płatnymi co kwartał na zobowiązanie w PLN, oparte na stałej stopie procentowej z odsetkami płatnymi co pół roku. Wartości hipotetycznych stóp procentowych oraz kursów walutowych w trakcie trwania zabezpieczenia prezentuje tabela 3.

Tabela 3. Wartości stóp procentowych ora kurs EUR/PLN.

Data	3M WIBOR	Kurs EUR/PLN
01.01.200X r.	3,3500	3,1430
31.03.200X r.	3,2100	3,6860
30.06.200X r.	3,3200	3,5970
30.09.200X r.	3,3800	3,5210
31.12.200X r.	3,4200	3,6210

Źródło: Opracowanie własne.

Warunki zawartego kontraktu zabezpieczającego:

1. W wyniku podpisanej transakcji *swapowej* z bankiem, bank zobowiązał się dokonywać płatności odsetek od zaciągniętego kredytu, zgodnie z podpisaną umową przez jednostkę (co kwartał według stopy 3M WIBOR+1%) w uzgodnionych terminach.
2. W zamian jednostka gospodarcza płaci na rzecz banku odsetki co pół roku naliczone od kwoty 3 413 000 PLN według stopy 4,5% p.a. w dwóch ratach 30.06.200X r. oraz 31.12.200X r.
3. W dniu zapadalności transakcji bank zobowiązał się sprzedać jednostce gospodarczej 1 mln EUR po kursie z dnia podpisania transakcji 3,4130.

Wartość przepływów pieniężnych, związanych z zaciągniętym kredytem walutowym bez zabezpieczenia, biorąc pod uwagę założenia, dotyczące zmiany stóp procentowych oraz kursów walutowych zawartych w tabeli 3 prezentuje poniższe zastawienie.

Tabela 4. Wartość przepływów pieniężnych bez zabezpieczenia transakcją *swapową*.

	EUR	3M WIBOR	Kurs EUR/PLN	PLN
Kwota otrzymanego kredytu	1 000 000,00		3,4130	3 413 00,00
Odsetki od kredytu 31.03.0X r.	10 380,82	3,2100	3,6860	38 263,70
Odsetki od kredytu 30.06.0X r.	10 770,41	3,3200	3,5970	38 741,16
Odsetki od kredytu 30.09.0X r.	11 040,00	3,3800	3,5210	38 871,84
Odsetki od kredytu 31.12.0X r.	11 140,82	3,4200	3,6100	40 218,36
Razem odsetki	X	X	X	156 095,06
Splata kredytu	1 000 000,00		3,6100	3 621 000,00

Źródło: Opracowanie własne.

Wartość przepływów pieniężnych po zawarciu transakcji zabezpieczającej prezentuje tabela 5.

Tabela 5. Wartość przepływów pieniężnych po zawarciu transakcji *swapowej*.

	PLN
Kwota kredytu	3 413 000,00
Odsetki 30.06.200X r.	76 161,39
Odsetki 31.12.200X r.	77 423,67
Razem odsetki	153 585,06
Wartość kredytu w dniu zapadalności umowy	3 413 000,00

Źródło: Opracowanie własne.

Dokonując zestawienia przepływów pieniężnych, jakie wystąpiłyby w jednostce bez zabezpieczenia oraz po zawarciu transakcji zabezpieczającej (tabela 6) można ocenić celowość podjętych działań. Dokonując oceny transakcji należy pamiętać, że z punktu widzenia jednostki gospodarczej priorytetem jest utrzymanie kosztów z tytułu zaciągniętego kredytu na poziomie akceptowalnym.

Tabela 6. Zestawienie wyników transakcji.

	Wartość bez zabezpieczenia	Wartość po zabezpieczeniu	Różnica
Wartość kredytu 1.01.200X r.	3 413 000	3 413 000	0
Odsetki od kredytu			
30.03.200X r.	38 263,70	0	X
30.06.200X r.	38 741,16	76 161,39	+843,47
30.09.200X r.	38 871,84	0	X
31.12.200X r.	40 218,36	77 423,67	+1 666,53
Razem odsetki	156 095,06	153 585,06	+2 510,00
Wartość kredytu w dniu zapadalności	3 621 000,00	3 413 000,00	+208 000,00
Razem	3 777 095,06	3 566 585,06	+210 510,00

Źródło: Opracowanie własne.

Dzięki zastosowanej strategii jednostka osiągnęła główny cel, czyli zagwarantowanie stabilności obciążeń z tytułu zaciągniętego kredytu. Zawarcie transakcji pozwoliło jednostce zabezpieczyć przepływy walutowe, związane z obsługą zadłużenia oraz zabezpieczyć się przed niekorzystnymi zmianami stóp procentowych. W wyniku transakcji zabezpieczającej ryzyko stopy procentowej oraz kursu walutowego przejął bank. Pozwoliło to jednostce zwiększyć opłacalność swojej działalności, a przede wszystkim zmniejszyć płatności, związane z obsługą kredytu walutowego. Dodatkowo jednostka zyskała 210 510 PLN z rozliczenia transakcji *swapowej*.

Należy pamiętać, że zmiany czynników rynkowych nie zawsze będą tak korzystne, jak w przytoczonym przykładzie. Co oznacza, że rozliczenie transakcji może wiązać się z określonymi kosztami. Dokonując oceny skuteczności zabezpieczenia należy wziąć pod uwagę efekt całkowity, który zawsze jest związany z celem podejmowanej strategii *hedgingowej*.

Zakończenie

Zastosowanie instrumentów pochodnych w transakcjach zabezpieczających stanowi istotny element nowoczesnego zarządzania ryzykiem w jednostkach gospodarczych. Sama wiedza o ewentualnych zagrożeniach bez wsparcia we właściwych decyzjach nie uchroni jednostki gospodarcze przed zagrożeniami zmienności cen, kursów i stóp procentowych.

Instrumenty pochodne są ważnym elementem rynku finansowego, dającym możliwość wykorzystywania transakcji z ich wykorzystaniem w celu zniwelowania możliwych do poniesienia strat, wynikających ze zmienności

określonych czynników rynkowych. Wprawdzie przeciwnicy stosowania instrumentów pochodnych uważają, że one same w sobie są obciążone ryzykiem, a zatem bezsensowna jest zamiana jednego ryzyka na drugie, to ich zwolennicy mają coraz więcej argumentów potwierdzających, że jedynie ich nieumiejętne wykorzystanie rodzi określone problemy finansowe.

Oceniając efektywność zastosowanej transakcji lub strategii jednostka powinna brać pod uwagę nadrzędny cel, jakim jest neutralizacja ryzyka, utrzymanie ryzyka na poziomie możliwym do przyjęcia przez daną jednostkę, a jedynie dodatkowym działaniem może być próba optymalizacji wyników poprzez wykorzystanie sprzyjających tendencji rynkowych.

LITERATURA

1. Bernstein P.L., *Przeciw Bogom. Niezwykłe dzieje ryzyka*, Wydawnictwo WIG PRESS, Warszawa 1997.
2. Best P., *Wartość narażona na ryzyko*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2000.
3. Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo PWN, Warszawa 2002.
4. Kopiński A., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa, metody i zastosowanie*, Wyższa Szkoła Zarządzania i Bankowości, Jednostka Uczelniana we Wrocławiu, Poznań–Wrocław 2001.
5. Kuczyński S., *Ryzyko transakcjach handlu zagranicznego*, „Rynek Terminowy” nr 26/4/2004.
6. Lhabitant F.S., Tinguely O., *Financial Risk Management: An Introduction*, Thunderbird International Business Review, Vol. 43(3)/2000.
7. Ostrowska E., *Ryzyko inwestycyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 1999.
8. Romanowski J., *Doświadczenie przedsiębiorstw działających na rynkach towarowych*, „Rynek Terminowy” Nr 3/5/1999.
9. Socik A., *Przedsiębiorstwo a ryzyko – podejście praktyczne*, „Rynek Terminowy” nr 10/4/2000.
10. Szelaż T., *Ryzyko i hedging z perspektywy producenta miedzi rafinowanej*, „Rynek Terminowy” nr 25/3/2004.
11. Tarczyński W., *Instrumenty pochodne na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 2003.
12. Wiśniewska E., *Gieldowe instrumenty pochodne*, CeDeWu, Warszawa 2008.
13. Wojciechowski I., *Opcje na wybrane instrumenty finansowe jako narzędzia ograniczające ryzyko*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Kraków 1999.
14. Woźniak P., Seredyński R., *Rachunkowość zabezpieczeń*, ODDK, Gdańsk 2010.

STRESZCZENIE

Konieczność zabezpieczania się przed ryzykiem powoduje, że instrumenty pochodne stają się niezbędnym narzędziem w strategiach związanych z zarządzaniem ryzykiem. Wykorzystanie transakcji *hedgingowych* z ich wykorzystaniem pozwala jednostkom gospodarczym zaangażować się w działania, których celem jest redukcja ekspozycji na zmiany określonych czynników rynkowych. Niniejszy artykuł ma na celu zaprezentowanie możliwości zastosowania instrumentów pochodnych do efektywnego redukcji ryzyka.

The use of derivatives in risk management economic

SUMMARY

The need to hedge against a risk causes that derivatives become indispensable tools in risk management strategies. Hedging transactions using these tools allow businesses to conduct operations which aim to reduce exposure to changes in particular market factors. The paper discusses the possibilities of applying derivatives to effective risk reduction.

RAFAŁ RYDZAK

Ujawnianie i prezentacja informacji o pochodnych instrumentach finansowych (wybrane zagadnienia)

Wprowadzenie

Zgodnie z art. 3 ust. 1 Ustawy o rachunkowości¹, instrumentem finansowym jest kontrakt (umowa), który powoduje powstanie aktywów finansowych u jednej ze stron i zobowiązania finansowego albo instrumentu kapitałowego u drugiej ze stron pod warunkiem, że z zawartego kontraktu jednoznacznie wynikają skutki gospodarcze, bez względu na to, czy wykonanie praw lub zobowiązań ma charakter bezwarunkowy, czy też warunkowy. Definicja ta jest zgodna z zawartą w Międzynarodowym Standardzie Rachunkowości (MSR) 32 par. 11.

Ze względu na specyficzne cechy, których nie posiadają inne grupy instrumentów finansowych, wyróżnić należy tzw. pochodne instrumenty finansowe (*derivative security, derivative instrument*), charakteryzujące się następującymi cechami²:

- 1) wartość pochodnego instrumentu finansowego zależna jest od zmiany wartości instrumentu bazowego, którymi mogą być wszystkie instrumenty finansowe, jak również same indeksy. Do najczęściej wymienianych walorów bazowych należą: papiery wartościowe, waluty, depozyty, stopy procentowe oraz indeksy giełdowe. Wartość towarowych instrumentów pochodnych jest funkcją ceny takich aktywów jak: metale szlachetne, płody rolne czy ropa naftowa,

¹ Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości, Dz. U. 2009 r. Nr 152, poz. 1223 z późn. zm. Dalej: Ustawa.

² § 3 pkt 4, Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001 roku w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych, Dz. U. 2001 r. Nr 149, poz. 1674 z późn. zm., zwane w dalszej części „Rozporządzeniem”.

- 2) nabycie nie powoduje poniesienia żadnych wydatków początkowych albo wartość netto tych wydatków jest stosunkowo niska w porównaniu do wartości innych rodzajów kontraktów, których cena podobnie zależy od zmiany warunków rynkowych,
- 3) rozliczenie transakcji zakupu (sprzedaży) pochodnego instrumentu finansowego następuje w przyszłości,
- 4) potencjalne ryzyko lub korzyści wynikające z transakcji pochodnymi instrumentami finansowymi mogą znacznie przekraczać bieżące wydatki.

Do instrumentów pochodnych zaliczamy w szczególności transakcje terminowe, kontrakty *forward*, *futures*, opcje oraz kontrakty swap.

W związku z ww. cechami, instrument pochodny może spełniać dwie podstawowe funkcje:

- 1) ubezpieczeniową oraz
- 2) spekulacyjną.

Posiadacz pochodnego instrumentu finansowego stosuje go celem zabezpieczenia (*hedging*) przed ryzykiem wzrostu (spadku) ceny instrumentu bazowego, zajmując na rynku instrumentów pochodnych, tzw. rynku terminowym, pozycję odwrotną do transakcji zawieranej na rynku instrumentów bazowych (ryнку *spot*). Potencjalne straty (zyski) poniesione na rynku *spot* kompensowane są zyskami (stratami), osiągniętymi na rynku terminowym. Tym samym, wynik finansowy jednostki pozostaje na poziomie oczekiwanym przez zarządzających. Zawarcie przez podmiot transakcji na instrumentach pochodnych, celem zabezpieczenia wartości instrumentu bazowego wpływa na eliminację części ryzyka działalności gospodarczej podmiotu.

Pochodny instrument finansowy może także stanowić samoistny przedmiot inwestycji, tzn. być handlowanym w celu osiągnięcia zysków na zmianach cen oraz transakcjach arbitrażowych, wykorzystujących różnicę w cenie instrumentów finansowych, między rynkiem natychmiastowym (*spot*), a rynkiem terminowym instrumentów finansowych.

Transakcje typu prognostycznego, tzn. wykorzystujące projekcje kształtowania się cen wybranych aktywów w przyszłości, stają się coraz popularniejszą formą handlu na rynku finansowym.

Problematyka rachunkowości instrumentów finansowych jest niezwykle trudna i złożona. Specyficzny charakter inwestycji w pochodne instrumenty finansowe sprawia, że przed rachunkowością (sprawozdawczością finansową) stawiane są coraz to nowe wymagania. Istnienie niewielkiego lub żadnego przepływu pieniężnego w chwili zawarcia transakcji, a co za tym idzie brak odzwierciedlenia transakcji, poprzez zmianę struktury bilansu, rachunku zysków i strat, jak i rachunku przepływów pieniężnych oraz potencjalny, ponad proporcjonalny, w stosunku do pierwotnego wydatku, wynik na transakcji wymaga od podmiotu sporządzającego sprawozdanie finansowe ujawnienia szczególnych informacji, pozwalających użytkownikowi sprawozdania doko-

niania oceny wpływu transakcji na przyszłą sytuację majątkową i finansową jednostki oraz na jej wynik finansowy.

Artykuł ma na celu omówienie wybranych zasad sprawozdawczości finansowej w zakresie ujawniania informacji o zawartych przez podmiot gospodarczy transakcjach pochodnymi instrumentami finansowymi z uwzględnieniem zasadniczej cechy jakościowej sprawozdania finansowego, jaką jest jego wiarygodność (wierna prezentacja). Dla realizacji celu dokonano przeglądu, analizy i syntezy wniosków wynikających z opublikowanych w literaturze przedmiotu wyników badań, a także aktualnych wymogów prawa, w tym krajowych i międzynarodowych standardów rachunkowości (sprawozdawczości finansowej).

1. Wiarygodność sprawozdawczości finansowej

Cele sprawozdawczości finansowej koncentrują ją na szczególnym typie decyzji ekonomicznych, mianowicie na decyzji o oddawaniu (bądź o kontynuacji oddawania) pieniądza lub innych zasobów przedsiębiorstwu zarobkowemu (przeznaczeniu na przedsięwzięcie zarobkowe) z nadzieją na przyszłą rekompensatę lub zwrot, zwykle w postaci pieniężnej, lecz czasami również w postaci innych dóbr bądź usług. Decyzje tego rodzaju powszechnie podejmują dostawcy, pożyczkodawcy, pracownicy, właściciele i – w węższym zakresie – klienci, ale także menedżerowie, którzy podejmują je w sposób ciągły w odniesieniu do całokształtu zasobów przedsiębiorstwa. Sprawozdawczość finansowa obejmuje nie tylko sprawozdanie finansowe, lecz także inne środki komunikowania informacji związanych, bezpośrednio bądź pośrednio, z informacjami dostarczonymi przez system rachunkowości – tj. informacji o zasobach przedsiębiorstwach³. Wraz z rozwojem rynku finansowego oraz wyodrębnieniem się nowych grup zainteresowanych pozyskaniem informacji o sytuacji majątkowej i finansowej jednostki oraz o jej wyniku finansowym, wzrasta znaczenie sprawozdawczości finansowej, której sprawozdanie finansowe jest jednym z najistotniejszych produktów.

Dla prawidłowej i pełnej realizacji celu sprawozdania finansowego powinno się ono odznaczać określonymi cechami jakościowymi, do których powszechnie zalicza się: zrozumiałość prezentowanych w nim informacji finansowych, ich przydatność, porównywalność i wiarygodność⁴. Cechy jakościowe sprawozdania finansowego pozostają jednakowo ważne dla ich użyt-

³ W. Nowak, *Teoria sprawozdawczości finansowej. Perspektywa standardów rachunkowości*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010, s. 36.

⁴ Wraz z aktualizacją Założeń koncepcyjnych sprawozdawczości finansowej opracowanych przez IASB, termin „wiarygodność” został zastąpiony terminem „wiernej prezentacji”. Choć zakres obu terminów nie jest, w świetle przywołanego dokumentu, całkowicie tożsamy, w niniejszym opracowaniu terminy te zostały użyte zamiennie.

kowników, jednakowo wpływając na jakość odbioru informacji zawartych w sprawozdaniu finansowym. Przegląd literatury, standardów wykonywania zawodu księgowego (w tym biegłego rewidenta), jak i zasad etycznych wskazują jednak na „wiarygodność” („wierną prezentację”) jako zasadniczą cechę sprawozdania finansowego⁵.

Zarówno w literaturze przedmiotu, jak i ustawodawstwie brak jest jednoznacznego zdefiniowania pojęcia wiarygodności sprawozdania finansowego. Założenia koncepcyjne sprawozdawczości finansowej wskazują, iż informacje są wiarygodne, gdy nie zawierają istotnych błędów i są neutralne oraz gdy użytkownicy mogą być pewni, że wiernie odzwierciedlają to, co starają się odzwierciedlić lub czego odzwierciedlenia można by od nich zasadnie oczekiwać. Wiąże się to zatem z przedstawieniem operacji gospodarczych zgodnie z zasadą ich wiernego odzwierciedlenia, zachowaniem przewagi ich treści ekonomicznej nad formą prawną, a także z zachowaniem zasad neutralności, kompletności i ostrożnej wyceny.

Informacje finansowe uznajemy za wiarygodne, jeżeli ich odchylenie od wzorca jest akceptowalne przez użytkownika sprawozdania. Oznacza to jednocześnie, że możliwe jest istnienie wielu, jednakowo wiarygodnych sprawozdań finansowych dla tego samego podmiotu. Pomimo istnienia takiego samego stanu fizycznego, ze względu na zastosowane warianty polityki bilansowej, prezentowany stan finansowy może być odmienny. Tym bardziej wzmagają to konieczność szerszego ujawnienia przez podmiot sporządzający sprawozdanie finansowe zasad (polityki) bilansowej, zastosowanej do wyceny aktywów i pasywów oraz ustalenia wyniku finansowego w zakresie w jakim ustawa o rachunkowości pozostawia jednostce prawo wyboru.

Dokonane w sprawozdaniu finansowym ujawnienia mają na celu zmniejszenie asymetrii informacji między zarządzającymi, a właścicielami, jak i innymi interesariuszami zewnętrznymi.

W coraz szerszym zakresie podkreśla się konieczność dokonywania w sprawozdaniu finansowym ujawnień informacji, umożliwiających formułowanie prognozy przyszłej sytuacji majątkowej i finansowej jednostki oraz jej wyniku finansowego. Przeprowadzone przez D. Dziawgo badania wskazują, że inwestorzy oczekują i wymagają od sprawozdawczości finansowej ujawnienia przede wszystkim danych dotyczących przyszłości oraz prezentowania przez podmioty gospodarcze prognoz wyników na co najmniej kolejne 3 lata. Podobnie, objęta badaniem grupa analityków giełdowych wskazała na prezentację prognoz, jako na najbardziej przydatną z ich punktu widzenia informację, jaką winno zawierać sprawozdanie finansowe⁶.

⁵ J. Pfaff, *Wpływ rewizji finansowej na wiarygodność sprawozdania finansowego*, AE Katowice, Katowice 2008, s. 61.

⁶ D. Dziawgo, *„Nowe” sprawozdanie finansowe – głos w dyskusji*, [w:] *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, Tom 62 (118), SKwP, Warszawa 2011, s. 92–93.

Z. Luty zaprezentował tzw. piramidę wiarygodności informacji sprawozdawczych. Wskazał dane historyczne ujęte w księgach rachunkowych na podstawie dokumentów źródłowych za obdarzone najwyższym stopniem wiarygodności, zaś dane oparte o parametry rynkowe lub uwzględniające wartości niematerialne i prawne za najmniej wiarygodne⁷.

W tym miejscu należy zatem zwrócić uwagę na jedno z podstawowych wyzwania przed jakimi stoi współczesna rachunkowość (sprawozdawczość finansowa), polegające na stopniowym odejściu od wyceny aktywów i pasywów w oparciu o zasadę kosztu historycznego na rzecz wyceny w wartości godziwej wraz z prognozą jej kształtowania się w najbliższej przyszłości, przy jednoczesnym zabezpieczeniu wiarygodności sprawozdania finansowego.

Wskazany powyżej problem dotyka w sposób szczególny zagadnienia ujawnień o nabytych przez jednostkę pochodnych instrumentów finansowych w celach spekulacyjnych. Brak wydatków związanych z nabyciem *derywatów* oraz możliwość osiągnięcia w przyszłości ponadprzeciętnych zysków lub strat stwarza istotne ryzyko, iż użytkownik sprawozdania finansowego podejmuje decyzje ekonomiczne w istotnie odmiennych warunkach w porównaniu do tych, jakie panować będą po dokonaniu rozliczenia transakcji.

2. Prezentacja instrumentów finansowych i ujawnienie informacji

W literaturze przedmiotu z zakresu rachunkowości najczęściej wyróżnia się następujące jej funkcje: informacyjną, kontrolną, analityczną i stymulacyjną⁸. Prezentowany jest także pogląd, uznający funkcję informacyjną za wiodącą, zaś inne funkcje traktuje się jako szczegółowe i jednocześnie umożliwiające realizację funkcji informacyjnej⁹.

Informacja stanowi podstawowy czynnik rozwoju systemu rynkowego. Już w latach sześćdziesiątych XX wieku Japończycy traktowali informację jako ważny czynnik produkcyjny oraz jako szansę na rozwój eksportu. Próbę zdefiniowania pojęcia informacji ekonomicznej podjęli D. Buchta oraz Z. Messner, pisząc, że jest to treść niesiona przez wiadomość, dotycząca stanu majątkowego danej jednostki (faktycznego lub przewidywanego) oraz zjawisk gospodarczych, wpływających na zmiany tego stanu, przekazaną przez nadaw-

⁷ Z. Luty, *Kierunki zmian sprawozdawczości finansowej*, [w:] *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, Tom 56 (112), SKWP, Warszawa 2010, s. 132–133.

⁸ B. Micherda, *Współczesna rachunkowość w kreowaniu wiarygodnego obrazu działalności jednostki gospodarczej*, AE Kraków, Kraków 2004, s. 20–21.

⁹ T. Kiziukiewicz (red.), *Rachunkowość. Zasady prowadzenia po nowelizacji ustawy o rachunkowości*, Ekspert, Wrocław 2001, s. 15.

cę odbiorcy, w formie opisu, polecenia, nakazu itp., przy użyciu dowolnego języka lub kodu¹⁰.

Ze względu na zaprezentowane powyżej szczególne cechy pochodnych instrumentów finansowych prezentacja informacji obejmujących tę kategorię majątku jednostki, użytecznych dla użytkownika sprawozdania finansowego jest szczególnym wyzwaniem rachunkowości. Dokonane przez jednostkę ujawnienia winny umożliwiać użytkownikowi sprawozdania finansowego zrozumienie celu (zabezpieczającego lub spekulacyjnego) zawieranych na rynku terminowym transakcji oraz oszacowania możliwych skutków jakie przyniesie ich realizacja.

Jednostka powinna przygotować i ujawnić informacje na temat¹¹:

- 1) polityki rachunkowości stosowanej do instrumentów finansowych,
- 2) wpływu instrumentów finansowych na bilans oraz rachunek zysków i strat,
- 3) rachunkowości zabezpieczeń,
- 4) wartości godziwej,
- 5) ryzyka związanego z instrumentami finansowymi i zarządzania nim.

Jednostka jest zobowiązana do ujawnienia informacji, dotyczących przyjętych przez nią zasad (polityki) rachunkowości w odniesieniu do instrumentów finansowych, ze szczególnym uwzględnieniem obszarów, w których przysługuje jednostce prawo wyboru tychże zasad. Stosownego opisu winna dokonać już we wprowadzeniu do sprawozdania finansowego, który stanowi pierwszy etap analizy sprawozdania i jest podstawą dla zrozumienia szczegółowych danych, zawartych w kolejnych częściach sprawozdania finansowego. Prawo bilansowe nie precyzuje zakresu niezbędnych ujawnień. W literaturze przedmiotu wskazuje się jednak na zasadność ujawnienia¹²:

- 1) rodzaju ryzyka podlegającego zabezpieczeniu pochodnym instrumentem finansowym,
- 2) horyzontu czasowego zabezpieczenia,
- 3) rodzajów instrumentów pochodnych, wykorzystywanych w transakcjach zabezpieczających,
- 4) rodzajów stosowanych zabezpieczeń (wartości godziwej, przepływów pieniężnych, udziałów w aktywach netto jednostek zagranicznych),
- 5) metod, służących do określania wartości godziwej instrumentów pochodnych (wycena przeprowadzona przez bank lub inną instytucję finansową, zlecenie jednostce wyspecjalizowanej, samodzielna wycena),
- 6) sposobu pomiaru efektywności zabezpieczenia,

¹⁰ D. Buchta, Z. Messner, *Rachunkowość i zarządzanie przedsiębiorstwem*, PWN, Warszawa 1976, s. 20.

¹¹ M. Frendzel, *Rachunkowość instrumentów finansowych w świetle regulacji krajowych i międzynarodowych*, SKWP, Warszawa 2010, s. 235–236.

¹² A. Zebruń, *Instrumenty pochodne zabezpieczające w rachunkowości*, Difin, Warszawa 2010, s. 148–149.

7) częstotliwości dokonywania aktualizacji wartości powiązania zabezpieczającego.

Zgodnie z wymogami rozporządzenia, jak i Międzynarodowego Standardu Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) 7¹³, jednostka powinna opisać wpływ instrumentów finansowych na sprawozdanie finansowe (przede wszystkim bilans oraz rachunek zysków i strat). Zakres informacji prezentowany w bilansie w odniesieniu do prowadzonych transakcji zabezpieczających uzależniony jest zaś od charakteru zabezpieczenia. W przypadku zabezpieczenia wartości godziwej uznaje się, iż wartość godziwa instrumentu pochodnego powinna korygować wartość pozycji zabezpieczanej (dla celów bilansowych konto, na którym zostaje ujęta wartość godziwa instrumentu zabezpieczającego jest traktowane jako konto korygujące)¹⁴. Tym samym, wartość godziwa pochodnego instrumentu finansowego ujmowana jest w różnych składnikach bilansu i jedynie poprzez wskazanie przez jednostkę sporządzającą sprawozdanie finansowe jego użytkownik może zostać o tym poinformowany.

Korygowanie pozycji zabezpieczanej o zmiany na instrumencie zabezpieczającym jest stosowane wyłącznie w odniesieniu do zabezpieczenia wartości godziwej. Zabezpieczenie przepływów pieniężnych lub udziałów w aktywach netto jednostek zagranicznych jest związane z podejmowaniem działań ochronnych planowanej transakcji, która w bilansie zostanie ujęta w przyszłości. Jest rzeczą oczywistą, że wartości instrumentów pochodnych nie mogą w takiej sytuacji korygować pozycji zabezpieczanej, ale stanowią samodzielny składnik¹⁵.

Ważkim zagadnieniem pozostaje kwestia ewentualnej kompensaty aktywów i zobowiązań finansowych, dotyczących tego samego instrumentu (wykazywania ich w wartości netto)¹⁶. Wszelkie przejawy działalności gospodarczej będące przedmiotem zainteresowania rachunkowości powinny być odpowiednio ujęte. Nie jest to jednak równoznaczne z ich ujawnieniem. Jeżeli dla prezentacji wartości określonej kategorii przyjmuje się tzw. koncepcję „netto”, prowadzi to do kompensaty pozycji korygujących tę wartość i w konsekwencji do swoistego ukrycia istotnych z reguły informacji. Ukazanie wartości netto transakcji terminowych prowadzić może do ukrycia rzeczywistego ryzyka wynikającego z zawartych transakcji¹⁷. Opisywany sposób prezentacji aktywów i zobowiązań finansowych nie dostarcza wszystkich informacji, niezbędnych dla prawidłowej oceny wpływu transakcji terminowych na sytuację majątkową i finansową jednostki oraz jej wynik finansowy.

¹³ *Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej 7. Instrumenty finansowe: ujawnianie informacji*, Dz.U. UE L.08.320.1.

¹⁴ W. Molenda, *Rachunkowość instrumentów finansowych*, SKwP, Warszawa 2004, s. 115.

¹⁵ A. Żebruń, *op. cit.*, s. 151.

¹⁶ Aktualnie obowiązujące w tym zakresie przepisy prawa bilansowego, wskazują na konieczność kompensowania wartości pochodnych instrumentów finansowych wykazywanych w bilansie pod warunkiem zaistnienia wskazanych w przepisach warunkach.

¹⁷ A. Żebruń, *op. cit.*, s. 152.

Wciąż diskutowaną pozostaje kwestia kompensaty przychodów i kosztów poniesionych w związku z transakcjami na instrumentach finansowych i prezentacją w rachunku zysków i strat wyłącznie wyniku z transakcji. Zagadnienie nabiera znaczenia w sytuacji, gdy jednostka zawiera wiele transakcji zabezpieczających różne kategorie aktywów. W tym miejscu należy odwołać się do istoty rachunkowości zabezpieczeń, którą jest równoważenie wyniku na transakcji (wycenie) instrumentu bazowego (zabezpieczanego) zmianą wartości pochodnego instrumentu finansowego (instrumentu zabezpieczającego). W literaturze przedmiotu przeważa pogląd, iż w rachunku zysków i strat kompensacie powinny podlegać osiągnięte przychody i poniesione koszty, związane wyłącznie z pojedynczą transakcją terminową (pojedynczym kontraktem). W przypadku jednostek zawierających większą liczbę transakcji terminowych, wynik na każdej z nich winien być prezentowany w rachunku zysków i strat oddzielnie. Taka prezentacja, zwiększa bowiem walor informacyjny sprawozdania finansowego.

Zgodnie z Rozporządzeniem¹⁸ oraz MSSF 7 (par. 22–24) jednostka stosująca rachunkowość zabezpieczeń zobowiązana jest do dokonania dodatkowych ujawnień. Kwestią o szczególnej wadze dla wiarygodności sprawozdania finansowego pozostaje kwestia przyjętego przez jednostkę modelu wyznaczania wartości godziwej dla przyjętych klas instrumentów finansowych.

Kategoria wartości godziwej została wprowadzona do rachunkowości, aby w większym stopniu można było zbliżyć do rzeczywistości wyniki dokonywanych pomiarów ekonomicznych. Jednocześnie należy podkreślić, iż wartość godziwa jest zmienna w czasie i często zależy od subiektywnej oceny rynku i ryzyka rynkowego. Wartość godziwa instrumentu finansowego to kwota, za jaką na warunkach rynkowych składnik aktywów finansowych mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie finansowe wykonane, między zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi stronami w transakcji, która została zawarta na warunkach rynkowych¹⁹. Najlepszym dowodem wartości godziwej są ceny pochodzące z aktywnego rynku. Powinny one być wykorzystywane do wyceny instrumentów finansowych, nawet wówczas gdy jednostka uważa, że inne techniki wyceny są bardziej odpowiednie.

Wartość godziwa instrumentów finansowych, dla których nie istnieje aktywny rynek, określana jest na podstawie przyjętych przez jednostkę technik wyceny, do których można zaliczyć analizę cen z transakcji rynkowych, dotyczących podobnych instrumentów finansowych, metody dochodowe i kosztowe.

¹⁸ Por. par. 41 Rozporządzenia.

¹⁹ P. Bielawski, *Syntetyczne instrumenty finansowe i przykłady ich ujęcia w kontekście stosowania kosztu historycznego o wartości godziwej*, [w:] *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, Tom 58 (114), Warszawa 2010, s. 27.

Wedle niektórych autorów, różnica wyższej wartości godziwej od wartości historycznej powoduje ujawnienie powstałego w wysokości tej różnicy wirtualnego kapitału własnego²⁰. Nieustanna fluktuacja cen wpływa na ciągłą zmianę struktury majątku i źródeł jego finansowania, prezentowanych w bilansie jednostki, co może utrudniać interpretację informacji finansowych i ocenę rzeczywistej sytuacji majątkowej i finansowej jednostki. Tym bardziej, niezbędne wydaje się zwiększenie zakresu ujawnień, dotyczących przyjętej przez jednostkę metody szacunku wartości godziwej instrumentu finansowego.

Ważną grupą ujawnień, związanych z instrumentami finansowymi są ujawnienia na temat ryzyka z nimi związanego. Jak wskazano powyżej, zawarcie transakcji nie powoduje poniesienia żadnych wydatków początkowych lub ich wartość pozostaje nieistotna. Tym samym wynik finansowy związany z realizacją transakcji jest ponadprzeciętny w porównaniu do poniesionych nakładów. Uwzględniając fakt, iż realizacja transakcji następuje w przyszłości, po z góry ustalonej cenie, niezależnie od faktycznego przyszłego kształtowania się cen na rynku natychmiastowym (instrumentów bazowych) jednostka ponosi ryzyko²¹:

1. kredytowe (ryzyko, że jedna ze stron umowy nie wywiąże się z płatności),
2. płynności (ryzyko, że jednostka nie będzie w stanie na bieżąco regulować swoich zobowiązań),
3. rynkowe (ryzyko, że wartość godziwa lub przyszłe przepływy, związane z danym instrumentem będą ulegać zmianom w związku ze zmianami cen rynkowych; ryzyko to obejmuje ryzyko walutowe, stopy procentowej i inne ryzyka cenowe).

Informacjom opisowym, charakteryzującym ww. ryzyka powinna towarzyszyć informacja ilościowa, obrazująca potencjalne zmiany (*in plus* i *in minus*) wartości właściwych pozycji sprawozdania finansowego w zależności od zmiany wartości instrumentów bazowych. Szacunek ten, prezentujący wartości związane z realizacją scenariusza oczekiwanego przez jednostkę i przeciwnego do niego, stanowi ważną informację dla użytkownika sprawozdania finansowego, mającą wpływ na podejmowane przez niego decyzje ekonomiczne.

Zakończenie

Zakres informacji koniecznych do ujawnienia uzależniony jest od zakresu wykorzystywania instrumentów finansowych przez jednostkę oraz stopnia ryzyka, na jakie narażona jest jednostka w związku z transakcjami zawierającymi na rynku terminowym.

²⁰ Z. Luty, *op. cit.*, s. 133.

²¹ M. Frenzel, *op. cit.*, s. 238.

Całokształt dokonanych przez jednostkę ujawnień powinien w możliwie najszerszym zakresie uwzględniać potrzeby informacyjne użytkowników sprawozdań finansowych oraz wychodzić naprzeciw oczekiwaniom w zakresie prezentacji informacji finansowych, umożliwiających ocenę wpływu zawartych przez jednostkę transakcji (kontraktów) na strukturę majątku, źródeł jego finansowania i wynik finansowy w przyszłości.

LITERATURA

1. Bielawski P., *Syntetyczne instrumenty finansowe i przykłady ich ujęcia w kontekście stosowania kosztu historycznego o wartości godziwej*, [w:] Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości, Tom 58 (114), Warszawa 2010.
2. Buchta D., Messner Z., *Rachunkowość i zarządzanie przedsiębiorstwem*, PWN, Warszawa 1976.
3. Dziawgo D., „Nowe” sprawozdanie finansowe – głos w dyskusji, [w:] Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości, Tom 62 (118), SKwP, Warszawa 2011.
4. Frendzel M., *Rachunkowość instrumentów finansowych w świetle regulacji krajowych i międzynarodowych*, SKwP, Warszawa 2010.
5. *Rachunkowość. Zasady prowadzenie po nowelizacji ustawy o rachunkowości*, Kiziukiewicz T. (red.), Ekspert, Wrocław 2001.
6. Luty Z., *Kierunki zmian sprawozdawczości finansowej*, [w:] Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości, Tom 56 (112), SKwP, Warszawa 2010.
7. *Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej 7. Instrumenty finansowe: ujawnianie informacji*, Dz. U. UE L.08.320.1 z późn. zm.
8. Micherda B., *Współczesna rachunkowość w kreowaniu wiarygodnego obrazu działalności jednostki gospodarczej*, AE Kraków, Kraków 2004.
9. Molenda W., *Rachunkowość instrumentów finansowych*, SKwP, Warszawa 2004.
10. Nowak W., *Teoria sprawozdawczości finansowej. Perspektywa standardów rachunkowości*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010.
11. Pfaff J., *Wpływ rewizji finansowej na wiarygodność sprawozdania finansowego*, AE Katowice, Katowice 2008.
12. *Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001 roku w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych*, Dz. U. 2001 r. Nr 149, poz. 1674 z późn. zm.
13. *Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości*, Dz. U. 2009 r. Nr 152, poz. 1223 z późn. zm.
14. Żebruń A., *Instrumenty pochodne zabezpieczające w rachunkowości*, Difin, Warszawa 2010.

STRESZCZENIE

Pochodne instrumenty finansowe stanowią grupę instrumentów finansowych o szczególnych cechach, wśród których należy wskazać na brak wydatków początkowych albo ich stosunkowo niską wartość w porównaniu do wartości innych rodzajów kontraktów, przy jednoczesnej możliwości osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków (strat) w przyszłości, w momencie rozliczenia transakcji. Potencjalne ryzyko lub korzyści wynikające z transakcji zawieranych na rynku terminowym, mogące znacznie przekraczać bieżące wydatki, wymaga od jednostki rozszerzenia zakresu ujawnień informacji finansowych o transakcji tak, by użytkownik sprawozdania finansowego mógł oszacować potencjalny wpływ transakcji na przyszłą strukturę majątku, źródeł jego finansowania oraz wynik finansowy jednostki. Jest to zbieżne z oczekiwaniami uczestników rynku, dotyczącymi zwiększenia zakresu ujawnień o charakterze prognostycznym.

Disclosure and presentation of information on derivative instruments (selected issues)

SUMMARY

Derivative instruments are a specific group of financial instruments characterized by a number of quite unique features, suffice to mention the lack of preliminary expenses or their relatively low value when compared with the values of other contracts, with concurrent possibility of achieving extraordinary profits (losses) in future, when a transaction is settled. Potentially, both the risks and profits resulting from transactions concluded in the derivatives market, which might substantially exceed the expenses, require entities to enhance the scope of financial information disclosures concerning transactions in such a way so as to enable the financial report user to estimate the potential influence given transactions might have on the assets, liabilities or financial results. This, on the other hand, is convergent with the market users' expectations concerning the increase in the scope of the prognostic disclosures.

KATARZYNA TKOCZ-WOLNY

Wycena, ewidencja i sprawozdawcze ujęcie nieruchomości inwestycyjnych

Wprowadzenie

Odmienne cele utrzymywania nieruchomości, będących środkiem trwałym bądź inwestycją powodują różną klasyfikację bilansową, w związku z tym można spotkać się z wieloma podejściami do sposobów ich wyceny. Odmienne klasyfikacja nieruchomości i wybór określonej metody wyceny nieruchomości inwestycyjnych wywołuje inne konsekwencje ewidencyjne i tym samym inaczej ujmowane są one w sprawozdaniu finansowym.

Podstawowym celem opracowania jest przedstawienie wyceny oraz aspektów ewidencyjnych i sprawozdawczych nieruchomości inwestycyjnych. W związku z silnym wpływem prawa rachunkowości państw członkowskich UE na politykę gospodarczą i politykę rachunkowości polskich przedsiębiorstw należy zwrócić uwagę na regulacje prawa międzynarodowego w obszarze nieruchomości inwestycyjnych.

Podstawą do napisania artykułu było studium literatury, interpretacja regulacji rachunkowości oraz metoda analizy i konstrukcji logicznej.

1. Istota i pojęcie nieruchomości inwestycyjnych

W przypadku, gdy podmioty gospodarcze nabywają lub wytwarzają we własnym zakresie nieruchomości w celach inwestycyjnych, mamy do czynienia z tzw. „nieruchomościami inwestycyjnymi”. Ponieważ nieruchomości inwestycyjne to obszar, któremu w ustawie o rachunkowości¹ poświęcono niewiele miejsca, dlatego konieczne jest odwoływanie się do Międzynarodowych Stan-

¹ Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości Dz. U. 1994 Nr 121 poz. 591 z późn. zm. (nazywanej dalej w skrócie Uor).

dardów Rachunkowości. Przepisy dotyczące ujmowania i wyceny nieruchomości inwestycyjnych zawiera MSR Nr 40 „Nieruchomości inwestycyjne”².

Zgodnie z § 5 MSR 40 nieruchomość jest nieruchomością inwestycyjną, jeżeli jej właściciel lub leasingobiorca w leasingu finansowym traktuje ją jako źródło przychodów z czynszów lub utrzymuje ją w posiadaniu ze względu na przyrost jej wartości, lub też dla obu wymienionych korzyści. Jednocześnie nieruchomość taka nie może być wykorzystywana przy produkcji, dostawach dóbr, świadczeniu usług lub czynnościach administracyjnych, ani też nie jest przeznaczona na sprzedaż w ramach zwykłej działalności jednostki³.

W przypadku nieruchomości, bardzo ważnym problemem jest kwestia ich prawidłowej klasyfikacji, gdyż można je zaliczyć do środków trwałych lub do inwestycji. Pojawia się trudne pytanie: jakiego typu pożytki przynoszą nieruchomości, że należy je uznać za inwestycje? Powołując się na przytoczoną definicję nieruchomości inwestycyjnych, można wnioskować, że obie z wymienionych kategorii aktywów różnią się przeznaczeniem z jakim jednostka je posiada. Niestety w przypadku nieruchomości granica pomiędzy przeznaczeniem inwestycyjnym, a przeznaczeniem związanym z prowadzeniem działalności operacyjnej bywa płynna i trudna do określenia⁴.

2. Wycena nieruchomości inwestycyjnych

Podstawą wyceny na dzień bilansowy jest wartość netto nieruchomości inwestycyjnych. Zgodnie z obowiązującymi przepisami (Uor i MSR 40) nieruchomości zaliczane do inwestycji wycenia się nie rzadziej niż na dzień bilansowy, według zasad stosowanych do środków trwałych lub według ceny rynkowej bądź inaczej określonej wartości godziwej (art. 28 ust. 1 pkt. 1, ust. 2,3,8 Uor). Zatem w zakresie wyceny bilansowej nieruchomości inwestycyjnych możliwe są dwa alternatywne sposoby ich wyceny, wycena w cenie nabycia lub koszcie wytworzenia pomniejszonych o odpisy amortyzacyjne lub umorzeniowe i odpisy z tytułu trwałej utraty wartości oraz wycena w wartości godziwej⁵.

Od 1 stycznia 2009 roku Uor i MSR są zgodne co do tego, że konsekwencje wyceny nieruchomości inwestycyjnych są odnoszone na wynik finansowy poprzez pozostałe przychody/koszty operacyjne. Skutki zmian w związku ze zmianami (wzrostami lub spadkami) ich wartości można więc odnosić bezpośrednio na wynik finansowy.

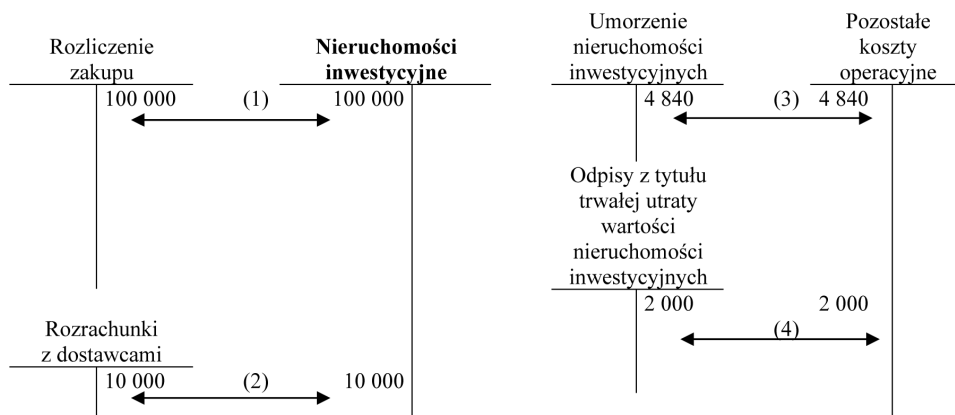
² *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej*, 2011. Część A: IFRS Foundation, Londyn.

³ MSR 40 par. 5.

⁴ K. Tkocz-Wolny, *Ewidencyjne aspekty w zakresie nieruchomości inwestycyjnych*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa”, Warszawa 2009, nr 5 (712), s. 94.

⁵ J. Gierusz, *Dylematy wyceny inwestycji w nieruchomości*, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości, tom 53 (109), Warszawa 2009, s. 51.

W zależności od przyjętych zasad, inne będą konsekwencje ewidencyjne wyceny nieruchomości inwestycyjnych. Rozwiązania ewidencyjne poszczególnych metod wyceny nieruchomości inwestycyjnych przedstawiają schematy 1–2.



Schemat 1. Ujęcie podstawowych operacji związanych z nieruchomościami inwestycyjnymi, wycenianymi na dzień bilansowy, według ceny nabycia lub kosztu wytworzenia pomniejszonych o odpisy amortyzacyjne lub umorzeniowe i odpisy z tytułu trwałej utraty wartości.

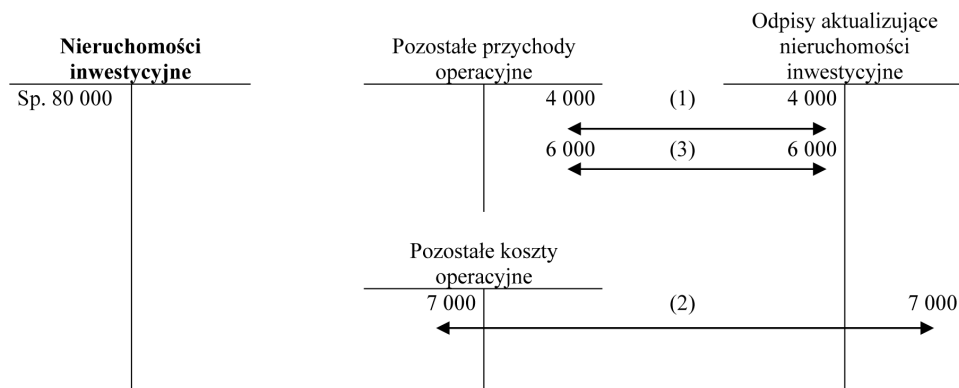
Objaśnienia do schematu:

1.	Zakup nieruchomości inwestycyjnej.	100 000,-
2.	Provizje i inne opłaty związane bezpośrednio z nabyciem nieruchomości inwestycyjnej.	10 000,-
3.	Odpis umorzeniowy (amortyzacyjny).	4 840,-
4.	Odpis z tytułu trwałej utraty wartości.	2 000,-

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Uor.

W przypadku, gdy wycena bilansowa nieruchomości inwestycyjnych dokonywana jest według zasad stosowanych do środków trwałych, skutki tej wyceny wpływają zarówno na bilans, jak i rachunek zysków i strat. W związku z tym wartość netto nieruchomości inwestycyjnych, wchodzących w skład aktywów trwałych może być podstawą oceny sytuacji majątkowej i finansowej jednostki, dokonywanej na podstawie analizy pionowej bilansu, jak i analizy wskaźnikowej. Struktura aktywów dostarcza bowiem informacji na temat ewentualnego zabezpieczenia dla przyszłych zobowiązań, ogólnego poziomu płynności i elastyczności przedsiębiorstwa. Jeżeli natomiast chodzi o koszty i przychody w zakresie aktywów trwałych, tym samym nieruchomości inwestycyjnych, przedsiębiorstwo ma możliwość oddziaływania głównie

na wysokość i strukturę wyniku finansowego, który z kolei stanowi miarę obecnej i przyszłej siły dochodowej jednostki.



Schemat 2. Ujęcie podstawowych operacji, związanych z nieruchomościami inwestycyjnymi, wycenianymi na dzień bilansowy według wartości godziwej.

Objaśnienia do schematu:

1.	Przeszacowanie wartości inwestycji do wartości rynkowej – wzrost wartości na koniec pierwszego okresu sprawozdawczego.	4 000,-
2.	Przeszacowanie wartości inwestycji do wartości rynkowej – spadek wartości na koniec drugiego okresu sprawozdawczego.	7 000,-
3.	Przeszacowanie wartości inwestycji do wartości rynkowej – wzrost wartości na koniec trzeciego okresu sprawozdawczego.	6 000,-

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Uor i MSR.

W przypadku, gdy nieruchomości inwestycyjne są wyceniane w wartości godziwej i skutki tej wyceny ujmowane są wynikowo, efekty tej wyceny mogą stanowić podstawę do ogólnej i szczegółowej oceny sytuacji majątkowej i finansowej jednostki dokonywanej jedynie na podstawie analizy rachunku zysku i strat.

Istotnym problemem ewidencyjnym, dotyczącym nieruchomości inwestycyjnych są przekwalifikowania poszczególnych nieruchomości do lub z nieruchomości inwestycyjnych. Przekwalifikowania mogą dotyczyć zamiany nieruchomości na środki trwałe lub zapasy oraz przekwalifikowania środków trwałych lub zapasów na nieruchomości inwestycyjne.

Uor nie określa zasad wyceny inwestycji i ujęcia skutków jej przeszacowania w momencie przekwalifikowania nieruchomości do nieruchomości inwestycyjnych z innych kategorii aktywów⁶. Natomiast MSR dokładnie określają

⁶ D. Bednarski, D. Gałązka, B. Hudziak, P. Kędzia, G. Maślanko, M. Ratajczak, R. Śmigórski, *Środki trwałe, wartości niematerialne i prawne, inwestycje w nieruchomości*, ODDK, Gdańska 2004, s. 243.

przypadki kiedy może być mowa o przeniesieniu poszczególnych nieruchomości do lub z nieruchomości inwestycyjnych.

W związku z tym w/w przeniesienia dokonuje się tylko wówczas, gdy następuje zmiana sposobu ich użytkowania potwierdzona przez:

- rozpoczęcie użytkowania nieruchomości przez właściciela – w przypadku przeniesienia z nieruchomości inwestycyjnej do nieruchomości zajmowanej przez właściciela,
- rozpoczęcie dostosowywania nieruchomości do sprzedaży – w przypadku przeniesienia z nieruchomości inwestycyjnej do zapasów,
- zakończenie użytkowania nieruchomości przez właściciela – w przypadku przeniesienia nieruchomości zajmowanej przez właściciela do nieruchomości inwestycyjnych,
- oddanie nieruchomości stronie trzeciej w leasing operacyjny – w przypadku przeniesienia z zapasów do nieruchomości inwestycyjnych⁷.

Warto pamiętać o tym, że jednostka gospodarcza jest zobowiązana do przeniesienia nieruchomości inwestycyjnej do zapasów tylko wówczas, gdy następuje zmiana sposobu użytkowania danej nieruchomości, udowodniona przez rozpoczęcie dostosowywania nieruchomości do sprzedaży. W przypadku, gdy jednostka zdecyduje się na sprzedaż nieruchomości, która nie zostanie poprzedzona jej dostosowywaniem, jednostka traktuje tę nieruchomość jako nieruchomość inwestycyjną, aż do czasu usunięcia jej z ksiąg (wyeliminowania z aktywów), a więc nie zalicza jej do zapasów. Podobna sytuacja ma miejsce, gdy jednostka rozpoczyna modernizację już istniejącej nieruchomości inwestycyjnej z intencją dalszego jej użytkowania jako nieruchomości inwestycyjnej. Wówczas nieruchomość ta pozostaje nieruchomością inwestycyjną i nie jest przekwalifikowywana do nieruchomości zajmowanych przez właściciela na czas prowadzenia modernizacji⁸.

W przypadku gdy wycena nieruchomości inwestycyjnych opiera się o model ceny nabycia lub kosztu wytworzenia, przeniesienia pomiędzy nieruchomościami inwestycyjnymi, nieruchomościami zajmowanymi przez właściciela i zapasami nie powodują zmian ceny nabycia lub kosztu wytworzenia tej nieruchomości dla celów wyceny i ujawniania informacji⁹.

Jeżeli wycena nieruchomości inwestycyjnych odbywa się na podstawie modelu wartości godziwej, to przekwalifikowania przebiegają według szczególnych zasad.

Pierwszym typem konwersji jest przekwalifikowanie nieruchomości inwestycyjnej do środków trwałych i na zapasy.

W przypadku przeniesienia nieruchomości inwestycyjnej, wykazywanej w wartości godziwej do nieruchomości zajmowanych przez właściciela lub

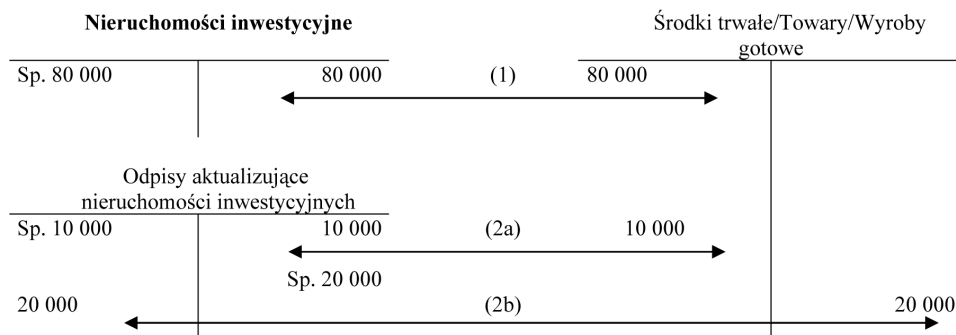
⁷ MSR 40 par. 57.

⁸ MSR 40 par. 58.

⁹ MSR 40 par. 59.

do zapasów, zakładany koszt tej nieruchomości, który zostanie przyjęty dla celów jej ujęcia, równy jest wartości godziwej tej nieruchomości, ustalonej na dzień zmiany sposobu jej użytkowania¹⁰.

Zapisy związane z taką operacją gospodarczą obrazuje schemat 3.



Schemat 3. Przekwalifikowanie nieruchomości inwestycyjnej do środków trwałych i zapasów.

Objaśnienia do schematu:

1.	Pierwotna wartość nieruchomości inwestycyjnej, przeniesionej do środków trwałych.	80 000,-
2.	Korekta pierwotnej wartości księgowej nieruchomości inwestycyjnej, wynikająca z bilansowej wyceny tej nieruchomości w wartości godziwej:	
	a) dodatnia,	10 000,-
	b) ujemna.	20 000,-

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Uor.

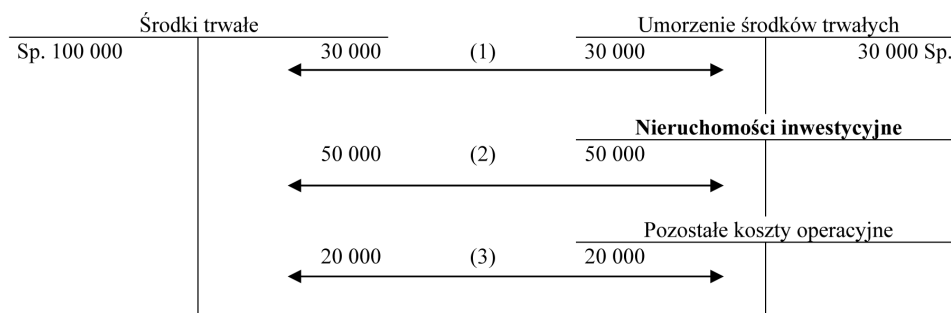
Kolejnym typem konwersji jest przekwalifikowanie środków trwałych na nieruchomości inwestycyjne. Warto pamiętać, że do dnia przeniesienia środków trwałe były użytkowane w podstawowej działalności operacyjnej, czyli były amortyzowane i – ewentualnie – przeszacowane z uwagi na trwałą zmianę jego wartości. W rezultacie wykazywany był w bilansie w wartości księgowej netto, uwzględniającej – obok wartości początkowej – wszelkie dodatnie i ujemne korekty tej wartości. W momencie przekwalifikowania tak wycenianego środka trwałego na nieruchomość inwestycyjną musi on być powtórnie oszacowany za pomocą modelu wartości godziwej.

Na dzień przekwalifikowania ustala się różnicę między wartością księgową netto takiego obiektu, a jego oszacowaną wartością godziwą, różnica ta traktowana jest jako przeszacowanie, czyli trwała zmiana wartości, którą można interpretować następująco:

¹⁰ MSR 40 par. 60.

- jeśli wartość godziwa obiektu jest niższa od jego wartości księgowej netto, to różnica między tymi wartościami wpływa na wynik finansowy zmniejszając lub
- jeśli wartość godziwa obiektu jest wyższa od jego wartości księgowej netto, to różnica między tymi wartościami wpływa na wynik finansowy zwiększając go.

Procedury ewidencyjne związane z przeniesieniem środka trwałego do nieruchomości inwestycyjnych przedstawiają schematy 4 i 5.

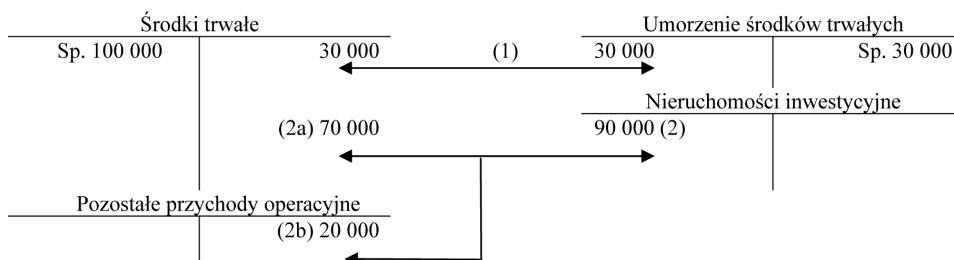


Schemat 4. Przekwalifikowanie środków trwałych do nieruchomości inwestycyjnych, w przypadku gdy wartość godziwa obiektu jest niższa od jego wartości księgowej netto.

Objaśnienia do schematu:

1. Ujęcie dotychczasowego umorzenia środka trwałego.	30 000,-
2. Ujęcie wartości godziwej przekwalifikowanego środka trwałego.	50 000,-
3. Ujęcie kwoty zmniejszenia wartości bilansowej aktywów.	20 000,-

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Uor.



Schemat 5. Przekwalifikowanie środków trwałych do nieruchomości inwestycyjnych, w przypadku gdy wartość godziwa obiektu jest wyższa od jego wartości księgowej netto.

Omawiając problemy ewidencyjne przekwalifikowania nieruchomości inwestycyjnych należy odpowiedzieć również na pytanie, czy istnieje prawo do zmiany inwestycji niefinansowych długoterminowych na krótkoterminowe i odwrotnie. Pamiętając o tym, iż powodem takiego przekwalifikowania może być jedynie zamiana zasad polityki inwestycyjnej, prowadzonej przez jednostkę, a nie kwestia terminu wymagalności.

Biorąc pod uwagę przepis zawarty w Uor¹², który mówi, że do aktywów obrotowych zalicza się tą część, która w przypadku aktywów rzeczowych obejmuje aktywa przeznaczone do zbycia lub zużycia w ciągu 12 miesięcy od dnia bilansowego oraz definicję rzeczowych aktywów obrotowych¹³, które ustawodawca definiuje jako materiały nabyte w celu zużycia na własne potrzeby, wytworzone lub przetworzone przez jednostkę produkty gotowe podatne do sprzedaży lub w toku produkcji, półprodukty oraz towary nabyte w celu odsprzedaży w stanie nieprzetworzonym oraz patrząc na układ bilansu, można stwierdzić, że nieruchomości inwestycyjne należy zaliczać do aktywów trwałych, nawet w przypadku intencji ich zbycia w ciągu najbliższego roku. Za takim ujęciem przemawiają również zasady wyceny, przyjęte dla tej grupy inwestycji niefinansowych¹⁴.

Przyjmując założenie, że nieruchomości są obligatoryjnie traktowane jako aktywa trwałe, w ich przypadku problem przekwalifikowania inwestycji niefinansowych długoterminowych na krótkoterminowe i odwrotnie nie wystąpi.

3. Prezentacja nieruchomości inwestycyjnych w sprawozdaniu finansowym firmy

Wiadomo, że sprawozdania finansowe są podstawowym źródłem informacji na temat sytuacji oraz rezultatów działalności gospodarczej w danym okresie. Informacje zawarte w sprawozdaniach finansowych są przedmiotem badań analitycznych, których celem jest ocena działalności określonej jednostki gospodarczej. Analiza danych zawartych w sprawozdaniach finansowych, które są efektem końcowego przetwarzania informacji w systemie rachunkowości, stanowi ważną czynność procesu poznawczego rachunkowości¹⁵.

Wartość i struktura aktywów, będących w posiadaniu jednostki rzutuje na możliwości i efekty prowadzonej działalności gospodarczej. Sposób przyporządkowania określonych zasobów do aktywów trwałych lub obrotowych, lub

¹² Art. 3 ust. 1 pkt. 18a Uor.

¹³ Art. 3 ust. 1 pkt. 19 Uor.

¹⁴ I. Kumor, *Zasady wyceny i prezentacji inwestycji w aktywa niefinansowe. Standardy rachunkowości wobec wyzwań współczesnej gospodarki*, Tom II Analiza standardów rachunkowości, red. Z. Messner, Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 2006, s. 239.

¹⁵ E. Nowak, *Analiza sprawozdań finansowych*, PWE, Warszawa 2008, s. 32.

ich całkowita wartość, wpływa na elastyczność przedsiębiorstwa i jego zdolności adaptacyjne w stosunku do zmian, zachodzących w otoczeniu gospodarczym. Analiza struktury aktywów, z uwzględnieniem specyfiki i rozmiarów prowadzonej działalności gospodarczej, pozwala ocenić prawidłowość zaangażowania poszczególnych zasobów.

Nieruchomości inwestycyjne to składnik aktywów trwałych. Można o nich powiedzieć, iż są kategorią bilansową w tym znaczeniu, że wpływają na kształt bilansu, jego strukturę, wartość wybranych pozycji oraz ogólną sumę bilansową.

W bilansie nieruchomości inwestycyjne wykazuje się zgodnie z przyjętą w dokumentacji zasadą wyceny. Początkowa wycena nieruchomości inwestycyjnych, czyli ich ujęcie wykazane będzie w bilansie w aktywach w pozycji A.IV.1. Skutki prezentacji bilansowej wyceny nieruchomości inwestycyjnych zależą będą od zastosowanego modelu wyceny. W przypadku kiedy jednostka wycenia aktywa te według zasad stosowanych do środków trwałych, wykazywane będą one w aktywach w pozycji A.IV.1. Natomiast w przypadku wyceny nieruchomości inwestycyjnych według wartości godziwej, oprócz ich ujęcia w pozycji aktywów A.IV.1, widoczne będą również skutki wzrostu (spadku) wartości nieruchomości inwestycyjnych w pozycji pasywów A.VIII.

Ponadto, jeżeli wystąpią różnice przejściowe w wartości księgowej i podatkowej nieruchomości inwestycyjnych, w bilansie może pojawić się dodatkowo w aktywach pozycja A.V.1. Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego oraz w pasywach pozycja B.I.1 Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego.

Prezentacja bilansowa nieruchomości inwestycyjnych została przedstawiona w tabeli 1.

Tabela 1. Ujęcie nieruchomości inwestycyjnych oraz skutków ich wyceny w bilansie.

AKTYWA	PASYWA
A. Aktywa trwałe IV. Inwestycje długoterminowe 1. Nieruchomości 2. Wartości niematerialne i prawne 3. Długoterminowe aktywa finansowe 4. Inne inwestycje długoterminowe V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe 1. Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego 2. Inne rozliczenia międzyokresowe	A. Kapitał (fundusz) własny VIII. Zysk (strata) netto
B. Aktywa obrotowe	B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania I. Rezerwy na zobowiązania 1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego 2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne 3. Pozostałe rezerwy

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Uor.

W rachunku zysków i strat prezentowane są efekty prowadzonej przez jednostkę działalności gospodarczej, która obejmuje wszelkie podejmowane przez nią działania stanowiące przedmiot jej działalności, jak również czynności towarzyszące, służące realizacji tych działań, ściśle z nimi związane i z nich wynikające¹⁶. Zatem rachunek zysków i strat wyraża rezultaty działania przedsiębiorstwa w kategoriach przychodów, kosztów oraz zysków i strat nadzwyczajnych¹⁷.

Ponieważ nieruchomości inwestycyjne powodują zmiany w strumieniach w rachunku zysków i strat, można powiedzieć, że jest to kategoria wynikowa. Skutki finansowe, wynikające z bieżącej oraz okresowej wyceny nieruchomości inwestycyjnych wykazywane są w segmencie pozostałej działalności operacyjnej rachunku zysków i strat. Skutki finansowe, wynikające ze zbycia nieruchomości inwestycyjnych wykazywane są odpowiednio w pozycji G.I. – Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych lub w pozycji H.I. – Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych. Skutki finansowe bieżącej i okresowej wyceny oraz ponoszone koszty i przychody dotyczące nieruchomości inwestycyjnych wykazywane są odpowiednio: przychody w pozycji G.III. – Inne przychody operacyjne, natomiast koszty w pozycji H.III. – Inne koszty operacyjne.

Należy również zwrócić uwagę, iż w segmencie pozostałej działalności operacyjnej brakuje pozycji dotyczącej skutków aktualizacji majątkowych „in plus”. Wydaje się, że w świetle przeprowadzonych zmian Uor, w zakresie rozszerzenia pojęcia pozostałych przychodów operacyjnych należałoby uzupełnić tą grupę sprawozdawczą o stosowną pozycję, analogiczną do tej ujętej w grupie pozostałych kosztów operacyjnych.

Ujęcie nieruchomości inwestycyjnych w rachunku zysków i strat prezentuje tabela 2 (na następnej stronie).

Kolejnym elementem sprawozdania finansowego jest informacja dodatkowa. Informacja dodatkowa powinna zawierać istotne dane i objaśnienia niezbędne do tego, aby sprawozdanie finansowe rzetelnie i jasno przedstawiało sytuację majątkową i finansową oraz wynik finansowy jednostki, a w szczególności obejmować:

- wprowadzenie do sprawozdania finansowego, zawierające opis przyjętych zasad rachunkowości, w tym metod wycen i sporządzania sprawozdania finansowego w zakresie, w jakim ustawa pozostawia jednostce prawo wyboru, oraz przedstawienie przyczyn i skutków ich ewentualnych zmian w stosunku do roku poprzedzającego,

¹⁶ E. Dreliszak, D. Kania, *Sprawozdanie finansowe za 2005 rok*, ODDK, Gdańsk 2005, s. 199.

¹⁷ I. Kondratowicz, *Rachunek zysków i strat. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2006, s. 23.

Tabela 2. Ujęcie nieruchomości inwestycyjnych w rachunku zysków i strat¹⁸.

A.	Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów
B.	Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów
C.	Zysk (strata) brutto ze sprzedaży (A–B)
D.	Koszty sprzedaży
E.	Koszty ogólnego zarządu
F.	Zysk (strata) ze sprzedaży (C–D–E)
G.	Pozostałe przychody operacyjne I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych II. Dotacje III. Inne przychody operacyjne
H.	Pozostałe koszty operacyjne I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych III. Inne koszty operacyjne
I.	Zysk (strata) z działalności operacyjnej (F+G–H)
J.	Przychody finansowe
K.	Koszty finansowe
L.	Zysk (strata) z działalności gospodarczej (I+J–K)
M.	Wynik zdarzeń nadzwyczajnych (M.I. – M.II.)
N.	Zysk (strata) brutto (L+/-M)
O.	Podatek dochodowy
P.	Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)
R.	Zysk (strata) netto (N–O–P)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Uor.

- dodatkowe informacje i objaśnienia¹⁹.

W pierwszej części, czyli we wprowadzeniu do sprawozdania finansowego informacja dodatkowa zaleca w pkt. 7 omówienie przyjętych przez jednostkę zasad (polityki) rachunkowości w tym metod wyceny aktywów i pasywów (w tym amortyzacji).

W części informacji dodatkowej zwanej dodatkowymi informacjami i objaśnieniami jednostka ma obowiązek wykazać w pkt 1.1 szczegółowy zakres zmian wartości między innymi inwestycji długoterminowych, zawierających stan tych aktywów na początek roku obrotowego, zwiększenia i zmniejszenia z tytułu aktualizacji wartości, nabycia, przemieszczenia wewnętrznego oraz stan końcowy, a dla majątku amortyzowanego – podobne przedstawienie stanów i tytułów zmian dotychczasowej amortyzacji lub umorzenia²⁰.

Obowiązek zamieszczenia tych informacji i ich postać określa poz. I/1 załącznika nr 1 do Uor, przy czym wymóg ten wynika z art. 15 ust.3 IV Dyrektywy UE. Jak jednak wykazuje praktyka – wdrożenie postanowień Dyrektywy i ustawy nie następuje umiejętnie, co zubaża wartość poznawczą danych zawartych w tabeli²¹.

Poniżej przedstawiono przykładowy zakres informacji i objaśnień w zakresie nieruchomości inwestycyjnych, jaki powinien być zaprezentowany

¹⁸ Oznaczenia według wariantu kalkulacyjnego.

¹⁹ Por. *Sprawozdanie finansowe bez tajemnic*, red. G. Świdorska, Difin, Warszawa 2008, s. 2–28; E. Dreliński, D. Kania, *Informacja dodatkowa*, ODDK, Gdańsk 2006, s. 7.

²⁰ Załącznik nr 1 Uor.

²¹ B. Muszyńska, *Dodatkowe informacje i objaśnienia o zmianach wartości aktywów trwałych*, Rachunkowość Nr 2/2008, s. 12.

w sprawozdaniu finansowym. Część z tych informacji ma postać not wartościowych, których minimalny zakres winien obejmować tematykę wyszczególnioną powyżej, lecz nie ma żadnych przeciwwskazań, aby go rozszerzyć. Noty uzupełniające bilans i rachunek zysków i strat, dotyczące nieruchomości inwestycyjnych zostały zaprezentowane w tabelach 3 i 4.

Tabela 3. Nota dotycząca zmian w stanie inwestycji długoterminowych w okresie od..... do.....²².

Lp.	Tytuł	Nieruchomości	Wartości niematerialne i prawne	Udziały i akcje	Udzielone pożyczki długoter.	Pozostałe papiery wartościowe	Pozostałe składniki inwestycji długoter.	Razem
1.	Wartość brutto inwestycji długoter. na początek roku ob.							
2.	Zwiększenia							
a.	zakup							
b.	darowizny otrzymane							
c.	aport							
d.	zmiana klasyfikacji							
e.	pozostałe							
3.	Zmniejszenia							
a.	sprzedaż							
b.	darowizny przekazane							
c.	aport							
d.	zmiana klasyfikacji							
e.	pozostałe							
4.	Wartość brutto inwestycji długoter. na koniec roku ob.							
5.	Wartość odpisów aktualizujących inwestycje długoter. na początek roku ob.							
a.	zmniejszenia odpisów							
b.	zwiększenia odpisów							
6.	Wartość odpisów aktualizujących inwestycje długoter. na koniec roku ob.							
7.	Wartość netto inwestycji długoter. na początek roku ob.							
8.	Wartość netto inwestycji długoter. na koniec roku ob.							

Źródło: Opracowanie własne.

²² Powyższe informacje wykazuje się oddzielnie dla jednostek powiązanych i dla pozostałych jednostek.

Tabela 4. Nota dotycząca poniesionych w ostatnim roku i planowanych na następny rok nakładów na niefinansowe aktywa trwałe, w tym na ochronę środowiska.

Lp.	Wyszczególnienie	Nakłady poniesione w roku bieżącym	Nakłady planowane na rok następny
1.	Niefinansowe aktywa trwałe, związane z ochroną środowiska		
a)	wartości niematerialne i prawne		
b)	środki trwałe		
c)	środki trwałe w budowie		
d)	inne		
2.	Niefinansowe aktywa trwałe pozostałe		
a)	wartości niematerialne i prawne		
b)	środki trwałe		
c)	środki trwałe w budowie		
d)	inwestycje w nieruchomości		
e)	inwestycje w wartości niematerialne i prawne		
f)	Inne		
3.	Niefinansowe aktywa trwałe		
a)	wartości niematerialne i prawne		
b)	środki trwałe		
c)	środki trwałe w budowie		
d)	inwestycje w nieruchomości		
e)	inwestycje w wartości niematerialne i prawne		
f)	inne		

Źródło: Opracowanie własne.

Znacznie szerszy zakres ujawniania informacji dotyczących nieruchomości inwestycyjnych zawarty jest w MSR 40 „Nieruchomości inwestycyjne”.

Niezależnie od tego, który model wyceny został wybrany – wartości godziwej czy ceny nabycia – MSR 40 wymaga od wszystkich jednostek ujawniania wartości godziwej nieruchomości inwestycyjnych. W rezultacie w obu przypadkach jednostka gospodarcza musi ujawnić następujące informacje:

- czy stosuje model wartości godziwej, czy model ceny nabycia lub kosztu wytworzenia,
- jeżeli stosuje model wartości godziwej, czy i w jakich okolicznościach prawa do użytkowania nieruchomości, będących przedmiotem leasingu operacyjnego są klasyfikowane i wykazywane jako nieruchomości inwestycyjne,
- jeżeli sklasyfikowanie nieruchomości jest trudne (patrz MSR 40 §14) – stosowane przez jednostkę kryteria pozwalają na odróżnienie nieruchomości inwestycyjnych od nieruchomości zajmowanych przez właściciela i nieruchomości przeznaczonych na sprzedaż w ramach zwykłej działalności,
- metody i istotne założenia przyjęte przy ustalaniu wartości godziwej nieruchomości inwestycyjnej, łącznie z informacją o tym, czy w trakcie ustalania wartości godziwej uzyskano dowody pochodzące z ryn-

ku, czy też w większym zakresie oparto się na innych czynnikach (które ujawnia się) ze względu na charakter nieruchomości i brak porównywalnych danych rynkowych,

- na ile wartość godziwa nieruchomości inwestycyjnej (wyceniona i ujawniona w sprawozdaniu finansowym) wynika z ekspertyzy, wydanej przez niezależnego rzeczoznawcę, mającego uznawane kwalifikacje zawodowe, który ostatnio przeprowadzał wyceny nieruchomości inwestycyjnych o podobnej lokalizacji i zaliczanych do tej samej kategorii; jeśli nie uzyskano takiej ekspertyzy, fakt ten ujawnia się,
- ujęte w wyniku kwoty:
 - przychodów z czynszów dotyczących nieruchomości inwestycyjnej,
 - bezpośrednich kosztów operacyjnych (łącznie z kosztami napraw i utrzymania), dotyczących nieruchomości inwestycyjnej, która w danym okresie przyniosła przychody z czynszów,
 - bezpośrednich kosztów operacyjnych (łącznie z kosztami napraw i utrzymania), dotyczących nieruchomości inwestycyjnej, która w danym okresie nie przyniosła przychodów z czynszów,
 - łączną zmianę wartości godziwej, ujętą w wyniku, dotyczącą sprzedaży nieruchomości inwestycyjnych z puli aktywów, ujmowanych zgodnie z modelem ceny nabycia lub kosztu wytworzenia do puli aktywów, ujmowanych zgodnie z modelem wartości godziwej,
- fakt istnienia i kwoty ograniczeń realizacji korzyści z nieruchomości inwestycyjnej lub przekazaniem przychodu i zysku z tego tytułu,
- zobowiązania umowne dotyczące zakupu, wybudowania lub dostosowywania nieruchomości inwestycyjnej oraz zobowiązania dotyczące napraw, utrzymania i ulepszenia (poprawy standardu) nieruchomości²³.

Uzgodnienie wartości bilansowych nieruchomości inwestycyjnych na początek i na koniec okresu musi uwzględniać następujące pozycje:

- zwiększenia – ujawniane w podziale na zwiększenia wynikające z nabycia nowych nieruchomości i zwiększenia wynikające z aktywowanych późniejszych nakładów,
- zwiększenia wynikające z nabycia nieruchomości w wyniku połączenia jednostek,
- aktywa, zaklasyfikowane jako przeznaczone do sprzedaży lub zawarte w grupie zbycia, zaklasyfikowanej jako przeznaczone do sprzedaży zgodnie z MSSF 5 i inne zbycia,
- kwotę netto zysków lub strat wynikających z korekt wyceny w wartości godziwej,
- kwotę netto różnic kursowych, wynikających z przeliczenia sprawozdania finansowego na inną walutę prezentacji lub z przeliczenia spra-

²³ MSR 40 par. 75.

wozdania finansowego jednostki zagranicznej na walutę prezentacji jednostki sprawozdawczej,

- przeniesienia z i do zapasów nieruchomości zajmowanych przez właściciela,
- inne zmiany²⁴.

Gdy uzyskana wycena nieruchomości inwestycyjnych zostanie istotnie skorygowana dla celów sprawozdania finansowego, na przykład, aby uniknąć podwójnego ujmowania aktywów lub zobowiązań, które są ujmowane jako odrębne aktywa lub zobowiązania, jednostka musi ujawnić uzgodnienie między wyceną uzyskaną a wyceną skorygowaną zawartą w sprawozdaniach finansowych, pokazujące odrębne kwoty ujętych zobowiązań z tytułu leasingu, które zostały oddane z powrotem, i innych znaczących korekt²⁵.

Jeżeli wartość godziwa nie może być wiarygodnie ustalona i składnik aktywów jest ujmowany zgodnie z założeniami modelu ceny nabycia, który został określony w MSR 16, uzgodnienia opisane powyżej powinny oddzielnie przedstawiać wartości dla takich nieruchomości inwestycyjnych. Dodatkowo ujawnieniu podlegają następujące informacje:

- opis tej nieruchomości inwestycyjnej,
- wyjaśnienie, dlaczego wartości godziwej nie można wiarygodnie ustalić,
- jeżeli istnieje taka możliwość – przedział wartości szacunkowych, w których z dużym prawdopodobieństwem mieści się wartość godziwa tej nieruchomości inwestycyjnej,
- w momencie zbycia nieruchomości inwestycyjnej nie wykazywanej w wartości godziwej:
 - fakt zbycia przez jednostkę nieruchomości inwestycyjnej, niewykazywanej w wartości godziwej,
 - wartość bilansową tej nieruchomości inwestycyjnej w momencie sprzedaży,
 - kwotę ujętego zysku lub straty na²⁶.

Jeżeli nieruchomość inwestycyjna jest wykazywana w bilansie w cenie nabycia lub w koszcie wytworzenia, MSR 40 wymaga ujawnień obejmujących informacje o:

- zastosowanej metodzie amortyzacji,
- okresach użytkowania nieruchomości i zastosowanych stawkach amortyzacyjnych,
- wartości bilansowej brutto i wartości umorzenia (zagregowanej ze zakumulowanymi stratami z tytułu trwałej utraty wartości) na początek i na koniec okresu,

²⁴ MSR 40 par. 76.

²⁵ MSR 40 par. 77.

²⁶ MSR 40 par. 78.

- uzgodnieniu wartości bilansowej na początek i na koniec okresu, obejmującym następujące informacje:
 - zwiększenia – z podziałem na zwiększenia wynikające z nabycia nowych nieruchomości i zwiększenia wynikające z aktywowanych późniejszych nakładów,
 - zwiększenia wynikające z nabycia w wyniku połączenia jednostek gospodarczych,
 - zmniejszenia,
 - amortyzację,
 - kwotę dokonanych w ciągu danego okresu odpisów aktualizujących z tytułu utraty wartości oraz kwotę odwrócenia wcześniejszych odpisów, zgonie z MSR 36 Utrata wartości aktywów,
 - kwotę netto różnic kursowych, wynikających z przeliczenia sprawozdania finansowego jednostki zagranicznej na inną walutę prezentacji lub z przeliczenia sprawozdania finansowego jednostki zagranicznej na walutę prezentacji danej jednostki sprawozdawczej,
 - przeniesienia nieruchomości z i do nieruchomości zajmowanych przez właściciela,
 - inne zmiany,
- wartości godziwej nieruchomości inwestycyjnej.

W wyjątkowych sytuacjach, kiedy jednostka nie może wiarygodnie ustalić wartości godziwej nieruchomości inwestycyjnej, wówczas ujawnia:

- opis nieruchomości inwestycyjnej,
- wyjaśnienie, dlaczego wartości godziwej nie można wiarygodnie ustalić,
- jeżeli istnieje taka możliwość – przedział wartości szacunkowych, w których z dużym prawdopodobieństwem mieści się wartość godziwa tej nieruchomości inwestycyjnej²⁷.

Biorąc pod uwagę rachunek przepływów pieniężnych, to jest to takie sprawozdanie, w którym bezpośrednio nie widać skutków wyceny nieruchomości inwestycyjnych. Dopiero ich sprzedaż bezpośrednio lub pośrednio kształtuje w danym okresie ruchy środków pieniężnych, tym samym wpływa na rachunek przepływów pieniężnych²⁸. Warto pamiętać, iż sprawozdanie to wykorzystywane w połączeniu z informacją z innych sprawozdań, stanowi źródło danych, pozwalających użytkownikowi określić zmiany w jego sytuacji finansowej oraz możliwości oddziaływania na wielkość oraz terminowość przepły-

²⁷ Por.: MSR 40 par. 79; M. Bonham, M. Curtis, M. Davies, P. Dekker, T. Denton, R. Moore, H. Richards, G. Wilkinson-Riddle, A. Wilson, *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej w interpretacjach i przykładach*, Tom 3 Aktywa trwałe. Utrata wartości. Leasing, LexisNexis, Warszawa 2005, s. 192.

²⁸ A. Kostur, *Przepływy finansowe – teoria i standardy sprawozdawczości finansowej. Standardy rachunkowości wobec wyzwań współczesnej gospodarki*, Tom II Analiza standardów rachunkowości, red. Z. Messner, Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 2006, s. 220.

wów pieniężnych w celu dostosowania do zmieniających się warunków oraz powstających nowych możliwości²⁹.

Reasumując, można stwierdzić, iż informacje o nieruchomościach inwestycyjnych prezentowane w bilansie i rachunku zysków i strat nie dają pełnego obrazu prowadzonej polityki w zakresie tej grupy aktywów. Wynika to z faktu, że w bilansie możemy znaleźć tylko ogólną informację o tym czy jednostka gospodarcza posiada nieruchomości inwestycyjne i jaka jest ich wartość. Natomiast rachunek zysków i strat pokazuje użytkownikom sprawozdania finansowego czy jednostka osiągnęła zysk czy stratę ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych i czy ich wartość była aktualizowana. W związku z tym zachodzi potrzeba czytania głębiej w informacji dodatkowej. Przy założeniu pełnej rzetelności jej sporządzania powinny być w niej zawarte wszystkie dane na temat przyjętych zasad rachunkowości, w tym metod wyceny nieruchomości inwestycyjnych. Ponadto, szczegółowy zakres zmian ich wartości, zawierający stan tych aktywów na początek roku obrotowego, zwiększenia i zmniejszenia z tytułu aktualizacji wartości, nabycia, przemieszczenia wewnętrznego oraz stan końcowy. Ponadto, jeżeli nieruchomości inwestycyjne są amortyzowane, informacja dodatkowa powinna zawierać podobne przedstawienie stanów i tytułów zmian dotychczasowej amortyzacji lub umorzenia.

Dopiero taki zakres informacji pozwoli użytkownikom sprawozdania finansowego poznać politykę bilansową, prowadzoną przez jednostkę w zakresie nieruchomości inwestycyjnych. Pamiętać należy jednak, iż nie tylko sprawozdanie finansowe dostarcza informacji o nieruchomościach inwestycyjnych. Doskonałym źródłem szczegółowych informacji jest ewidencja operacji gospodarczych w zakresie omawianej grupy aktywów.

Zakończenie

Z przedstawionych rozważań wynika, że zastosowanie różnych cen do wyceny nieruchomości inwestycyjnych determinuje sposoby ewidencji skutków tej wyceny i wpływa na sposób ich prezentacji w sprawozdaniu finansowym. Przy zastosowaniu ceny rynkowej do wyceny nieruchomości inwestycyjnej, skutki wzrostu tej ceny, zgodnie z Uor i MSR odnoszone są na wynik finansowy. Przyjęcie zaś do wyceny zasad stosowanych dla środków trwałych pozwala na ujęcie tylko spadku cen poniżej ceny nabycia. Wzrost cen rynkowych nieruchomości inwestycyjnych powoduje zmianę ich wartości.

²⁹ E. Śniezek, *Przepływy finansowe – teoria i standardy sprawozdawczości finansowej. Standardy rachunkowości wobec wyzwań współczesnej gospodarki*, Tom II Analiza standardów rachunkowości, red. Z. Messner, Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 2008, s. 262.

LITERATURA

1. Bednarski D., Gałązka D., Hudziak B., Kędzia P., Maślanko G., Ratajczak M., Śmigórski R., *Środki trwałe, wartości niematerialne i prawne, inwestycje w nieruchomości*, ODDK, Gdańska 2004.
2. Bonham M., Curtis M., Davies M., Dekker P., Denton T., Moore R., Richards H., Wilkinson-Riddle G., Wilson A., *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej w interpretacjach i przykładach*, Tom 3 Aktywa trwałe. Utrata wartości. Leasing, LexisNexis, Warszawa 2005.
3. Dreliszak E., Kania D., *Informacja dodatkowa*, ODDK, Gdańsk 2006.
4. Dreliszak E., Kania D., *Sprawozdanie finansowe za 2005 rok*, ODDK, Gdańsk 2005, s.199.
5. Gierusz J., *Dylematy wyceny inwestycji w nieruchomości*, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości, tom 53 (109), Warszawa 2009.
6. Gmytrasiewicz M., *Aktywa inwestycyjne przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2002.
7. Gmytrasiewicz M., Karmańska A., *Rachunkowość finansowa*, Difin, Warszawa 2004.
8. Kondratowicz I., *Rachunek zysków i strat. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2006.
9. Kostur A., *Przepływy finansowe – teoria i standardy sprawozdawczości finansowej*, Standardy rachunkowości wobec wyzwań współczesnej gospodarki, Tom II, Analiza standardów rachunkowości, red. Z. Messner, Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 2006.
10. Kumor I., *Zasady wyceny i prezentacji inwestycji w aktywa niefinansowe. Standardy rachunkowości wobec wyzwań współczesnej gospodarki*, Tom II, Analiza standardów rachunkowości, red. Z. Messner, Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 2006.
11. Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej, 2011. Część A: IFRS Foundation, Londyn.
12. Muszyńska B., *Dodatkowe informacje i objaśnienia o zmianach wartości aktywów trwałych*, „Rachunkowość” Nr 2/2008.
13. Nowak E., *Analiza sprawozdań finansowych*, PWE, Warszawa 2008.
14. *Sprawozdanie finansowe bez tajemnic*, red. G. Świdorska, Difin, Warszawa 2008.
15. Śniezek E., *Przepływy finansowe – teoria i standardy sprawozdawczości finansowej. Standardy rachunkowości wobec wyzwań współczesnej gospodarki*, Tom II, Analiza standardów rachunkowości, red. Z. Messner, Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 2008.
16. Tkocz-Wolny K., *Ewidencyjne aspekty w zakresie nieruchomości inwestycyjnych*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa”, Warszawa 2009, nr 5 (712).
17. *Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości*, Dz. U. z 1994 r. Nr 121, poz. 591 z późn. zm.

STRESZCZENIE

Niniejszy artykuł ilustruje problem wyceny, ewidencji oraz ujęcia nieruchomości inwestycyjnych na podstawie polskich regulacji bilansowych i Międzynarodowych Standardów Rachunkowości. W większości omawianych kwestii w/w regulacje są zgodne, chociaż występują też pomiędzy nimi rozbieżności. Jednak zdecydowanie MSR bardziej szczegółowo opisują niuanse dotyczące nieruchomości inwestycyjnych.

Valuation, recording and presentation of investment properties

SUMMARY

The present article illustrates the problem of valuation, recording and presentation of Investment Properties according to Polish regulations of accounting and International Accounting Standards. The regulations are congruent although some discrepancies occur. IAS are more detailed in nuances of investment properties.

Zeszyty Naukowe
Wydziału Zarządzania GWSH



GÓRNOŚLĄSKA WYŻSZA SZKOŁA HANDLOWA
im. Wojciecha Korfanego

40-659 Katowice, ul. Harcerzy Września Nr 3
tel. (48 32) 35 70 500, fax (48 32) 202 61 06,
www.gwsh.pl