

ZESZYTY NAUKOWE **2/2017**

Współczesne problemy ekonomii i finansów

pod redakcją
Sergiusza Nikołajczuka i Czesława Pietrasa

WSZECHNICA POLSKA
Szkoła Wyższa w Warszawie

Rada Naukowo-Programowa
dr hab. Wojciech Michalak (przewodniczący),
dr hab. Wiesław Szczęśny, prof. dr hab. Janusz Szymborski,
prof. dr hab. Maria Szyszkowska,
red. Bogumił Paszkiewicz (sekretarz)

Recenzent
prof. dr hab. Jerzy Sikorski

Redakcja naukowa
dr hab. Sergiusz Nikołajczuk
dr Czesław Pietras

Redakcja wydawnicza
Bogumił Paszkiewicz

Projekt graficzny i typograficzny
Krystyna Bukowczyk, Agencja KUBA

Skład i łamanie
Agencja KUBA

Copyright © Wszechnica Polska Szkoła Wyższa w Warszawie, 2017

ISSN 2300-990X

Nakład 100 egz.

WSZECHNICA POLSKA
Szkoła Wyższa w Warszawie

Pałac Kultury i Nauki
00-901 Warszawa, pl. Defilad 1
rekrutacja@wszechnicapolska.edu.pl

www.wszechnicapolska.edu.pl

Spis treści

Contents	4
Wprowadzenie	
Sergiusz Nikołajczuk	5
Nurt behawioralny jako dążenie nauki ekonomii do dojrzałości	
Agnieszka Tomczak	9
Controlling w realizacji budżetu zadaniowego w Polsce	
Ireneusz Badowski	29
Rzetelny i odpowiedzialny biznes w kontekście zmian w ustawie Prawo zamówień publicznych. Kryteria społeczne i środowiskowe	
Olgierd Siewewicz	45
Koszt kapitału w teorii i praktyce	
Eligiusz W. Nowakowski	55
Źródła finansowania ochrony środowiska w Polsce	
Janusz Radziejowski	73
Ryzyko operacyjne w działalności inwestycyjnej przedsiębiorstwa	
Wiesław Szczęsny	101
Instrumenty dłużne w finansowaniu przedsiębiorstw w Polsce w warunkach spowolnienia gospodarczego	
Sergiusz Nikołajczuk	113

Contents

Introduction

by Sergiusz Nikołaiczuk 5

Behavioral trend as a pursuit of learning economics to maturity

by Agnieszka Tomczak 9

Controlling in realisation of the performance-based budgeting in Poland

by Ireneusz Badowski 29

Faire and reliable business in connection with changes in the Public Procurement Law. Social and environmental criteria

by Olgierd Sielewicz 45

Cost of capital in theory and business practice

by Eligiusz W. Nowakowski 55

Sources of financing environmental protection in Poland

by Janusz Radziejowski 73

Operating risk in the investment decision of the company

by Wiesław Szczęsny 101

Debt instruments in financing enterprises in Poland during the economic slowdown

by Sergiusz Nikołaiczuk 113

Sergiusz Nikołajczuk

Wprowadzenie

XXI wiek, po doświadczeniach ostatniego kryzysu finansowo-gospodarczego, stawia przed ekonomią i finansami nowe wyzwania nie tylko w aspekcie praktycznym w zakresie makroekonomicznej polityki społeczno-gospodarczej. w tym polityki finansowej, lecz również w aspekcie teoretycznym w postaci nowego podejścia do paradygmatów nauk ekonomicznych. Ta problematyka jest podejmowana przez autorów artykułów zawartych w niniejszym Zeszycie Naukowym Wszechnicy Polskiej.

Agnieszka Tomczak w artykule pt. *Nurt behawioralny jako dążenie nauki ekonomii do dojrzałości* przedstawia rolę nurtu behawioralnego we współczesnej ekonomii i dochodzi do wniosku, że nowe koncepcje powstałe w ramach tego nurtu od lat siedemdziesiątych XX wieku prowadzą do znacznej korekty paradygmatu w tej nauce. Ekonomia behawioralna poszukuje bowiem odpowiedzi na pytanie, jakie czynniki, poza przesłankami racjonalnego postępowania, wpływają na decyzje ekonomiczne, co powoduje poszerzenie horyzontu ekonomii.

Ireneusz Badowski w pracy pt. *Controlling w realizacji budżetu zadaniowego w Polsce* pisze o stałym w ostatnich dziesięcioleciach ograniczaniu zadań państwa poprzez obniżanie udziału i skali zaangażowania sektora publicznego w gospodarce. Zmieniające się metody planowania i budżetowania, a także zastosowanie controllingu w zarządzaniu budżetem państwa, w szczególności w realizacji budżetu zadaniowego, prowadzą do poprawy kondycji polskich finansów publicznych.

Olgierd Sielewicz w artykule *Rzetelny i odpowiedzialny biznes w kontekście zmian w ustawie Prawo zamówień publicznych*.

Kryteria społeczne i środowiskowe omawia problem społecznej odpowiedzialności biznesu według zmienionych ostatnio regulacji prawa zamówień publicznych. Autor identyfikuje tę odpowiedzialność poprzez obowiązki i wymagania Zamawiającego – sformułowane w dokumentach zamówieniowych. Zawarte w nich kryteria społeczne i środowiskowe, powiązane z innymi regulacjami prawnymi, ogólnie zwane klauzulami społecznymi, mają być środkiem do osiągnięcia celów społecznych.

Eligiusz W. Nowakowski w pracy *Koszt kapitału w teorii i praktyce* przedstawia rolę menedżera finansowego w polskich przedsiębiorstwach w okresie transformacji ustrojowej. Autor omawia koszt kapitału w teorii finansów korporacji. Przy czym jego zdaniem rynek może tylko dać narzędzie do wyceny kapitałów, a menedżer finansowy musi umieć i chcieć je wykorzystać do oceny efektywności inwestycji.

W następnym artykule pt. *Źródła finansowania ochrony środowiska w Polsce* Janusz Radziejowski zajmuje się analizą źródeł finansowania ochrony środowiska w Polsce. Autor omawia zarówno międzynarodowe uwarunkowania tego finansowania, jak i krajowe jego źródła, a także miejsce w tym finansowaniu funduszy europejskich. Dochodzi przy tym do wniosku, że w ciągu ostatnich dwudziestu pięciu lat Polska zbudowała nowoczesny i skuteczny system ochrony środowiska, ale przewiduje, że w przyszłości zmaleje rola dotacji ze środków publicznych, co wymusi komercjalizację finansowania tej ochrony i spowoduje wzrost przenoszenia kosztów na gospodarstwa domowe.

W kolejnej publikacji zatytułowanej *Ryzyko operacyjne w działalności inwestycyjnej przedsiębiorstwa* Wiesław Szczęsny podejmuje problematykę ryzyka operacyjnego w działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw. Jego zdaniem wybór projektów inwestycyjnych powinien uwzględniać nie tylko postulat maksymalizacji przepływów pieniężnych, lecz również minimalizacji ryzyka operacyjnego. Uważa bowiem, że dotychczas stosowane metody wyceny

inwestycji koncentrują się na maksymalizacji przepływów pieniężnych, a pomijają ich strukturę, która wpływa na wielkość konwencjonalnych wskaźników rentowności.

W zamykającym Zeszyt artykule *Instrumenty dłużne w finansowaniu przedsiębiorstw w Polsce w warunkach spowolnienia gospodarczego* Sergiusz Nikołajczuk analizuje zmiany w wykorzystaniu przez przedsiębiorstwa niefinansowe dłużnych instrumentów finansowych, to jest obligacji i krótkoterminowych papierów komercyjnych do finansowania działalności w okresie spowolnienia wzrostu polskiej gospodarki w latach 2008-2013. Po przedstawieniu dyskusji wokół teorii hierarchii źródeł finansowania przedsiębiorstw i zalet emisji obligacji korporacyjnych w porównaniu z kredytem bankowym autor omawia wpływ czynnika koniunkturalnego na wzrost ryzyka kredytowego korporacyjnych instrumentów dłużnych w okresie recesji i spowolnienia gospodarczego, skutkującego ograniczeniem rozwoju rynku tych instrumentów.

Sergiusz Nikołajczuk*

* Dr hab. Sergiusz Nikołajczuk, wykładowca we Wszechnicy Polskiej Szkole Wyższej w Warszawie.

Agnieszka Tomczak

Nurt behawioralny jako dążenie nauki ekonomii do dojrzałości

Streszczenie

Celem artykułu jest przedstawienie roli nurtu behawioralnego we współczesnej ekonomii. Tezą jest stwierdzenie, że nowe koncepcje powstałe w ramach tego nurtu od lat 1970-tych XX w., prowadzą do znacznej korekty paradygmatu w tej nauce, ale także zwiększają jej zastosowania do rozwiązywania problemów związanych z procesem podejmowania decyzji ekonomicznych, w tym alokacji zasobów. Początkowo przeciwstawiana ekonomii głównego nurtu, ekonomia behawioralna jest obecnie jej częścią i dąży do jej udoskonalenia. Wśród ekonomistów nurtu behawioralnego jest liczna grupa noblistów, co świadczy o oficjalnym docenieniu nowych koncepcji i odmiennej metodologii. Ekonomia behawioralna poszukuje odpowiedzi na pytania, jakie czynniki, poza racjonalnością, wpływają na decyzje ekonomiczne, a więc jest dążeniem do doskonalenia tej dyscypliny. W artykule dokonano przeglądu wybranej literatury przedmiotu, która posłużyła do przedstawienia głównych kierunków badań z zakresu ekonomii behawioralnej oraz przedstawiono przykłady ich zastosowań.

Słowa kluczowe

ekonomia behawioralna, finanse behawioralne

Abstract

The main goal of this article is to show the role of the behavioral trend in contemporary economy. The thesis is the statement, that the new concepts created within this stream

since 1970 are leading to a significant correction of the paradigm in this science as well as increasing its applications to solving problems related to the economic decision-making process, including allocation of resources. Initially opposed to mainstream economics, the behavioral economy is now its part and is striving to improve it. Among the economists of the behavioral stream is a big group of Nobel Prize winners, what proves the official appreciation of new concepts and a different methodology. The behavioral economy is looking for answers to questions, what are the factors, beside the rationality, that affects the economic decisions, so it is indeed striving to improve this discipline. In the article the overview of the selected literature of the subject was done, which has served to illustrate the main directions of behavioral economics research and provides examples of their applications.

Keywords

behavioral economics, behavioral finance, economic rationality.

Wstęp

Celem artykułu jest przedstawienie roli nurtu behawioralnego we współczesnej ekonomii. Tezą – stwierdzenie, że nowe koncepcje powstałe w ramach tego nurtu od lat 70. ubiegłego wieku prowadzą do znacznej korekty paradygmatu w tej nauce, ale także zwiększają jej zastosowania do rozwiązywania problemów związanych z procesem podejmowania decyzji ekonomicznych, w tym alokacji zasobów. Początkowo przeciwstawiana ekonomii głównego nurtu, ekonomia behawioralna stanowi obecnie jej część i dąży do jej udoskonalenia. Wśród ekonomistów behawioralnych jest liczna grupa noblistów, co świadczy o oficjalnym docenieniu nowych koncepcji i odmiennej metodologii.

Ekonomię uważa się za dyscyplinę, która w ostatnich trzydziestu latach w znacznym stopniu podporządkowała sobie niektóre

inne nauki społeczne¹. Szczególnie silne związki ma z politologią, socjologią, psychologią, biologią, antropologią, a także z prawem. Można wyrazić opinię, że nie tyle je podporządkowała, co korzysta z ich dorobku dla wyjaśnienia zjawisk w sferze własnych badań. Kryzys ekonomii (a nawet jej „kres”), o jakim można było przeczytać w wielu publikacjach wydanych po kryzysie finansowym 2007 r., to jedynie kryzys zawężonego, dogmatycznego podejścia nadmiernie polegającego na prawie rynków Walrasa i założeniu powszechnej racjonalności ekonomicznych wyborów². Na temat poszukiwania nowego paradygmatu wypowiadał się niejednokrotnie Andrzej Wojtyna³. Ekonomia behawioralna poszukuje odpowiedzi na pytania, jakie czynniki, poza racjonalnością, wpływają na decyzje ekonomiczne, a więc jest dążeniem do doskonalenia tej dyscypliny. Dąży też do pokazania, że ekonomia jest dla ludzkości czymś wspólnym, a dzieli ją kultura i systemy wartości⁴.

W artykule dokonano przeglądu wybranej literatury przedmiotu, która posłużyła do przedstawienia głównych kierunków badań z zakresu ekonomii behawioralnej, a także przedstawiono przykłady zastosowań jej osiągnięć.

1. Poszukiwanie nowych koncepcji w ekonomii po 1970 roku

W okresach niestabilności i wzrostu ryzyka, nie brakuje stwierdzeń, że ekonomia w ogóle nie jest nauką, gdyż nie potrafi przewidywać nic pewnego. Znane są żarty, że prognozy ekonomistów mają podobną trafność jak prognozy pogody. Przyczyna tkwi w tym, że trudno jest w praktyce utrzymać założenia jakiegokolwiek modelu teoretycznego przez dłuższy czas. Wszelkie działania gospodarcze danego podmiotu, jak też zmiany stanu natury prowadzą do

1 Zbigniew Madej, powołując się na prace Stiglera i Fine'a, pisze: „jest rzeczą zadziwiającą, że ekonomia głównego nurtu z wielką determinacją, porównywaną do imperialistycznych podbojów, wchodzi na teren socjologii, psychologii i innych nauk społecznych”. Por.: Z. Madej, *Paradygmaty i główny nurt ekonomii*, „Ekonomista” Nr 2/2011, s. 175.

2 Wyrazem krytyki racjonalnego podejścia jest artykuł: D. Ariely, *Schylek tradycyjnej ekonomii*, „Harvard Business Review Polska” Nr 12/2010, s. 28-32 i 34-35.

3 M. in. A. Wojtyna, *Współczesna ekonomia: kontynuacja czy poszukiwanie nowego paradygmatu?*, „Ekonomista” 2008 Nr 1. W tej publikacji Autor odnosi się do „ekonomii złożoności” oraz „transdyscyplinarnego charakteru” ekonomii.

4 Z. Madej, op. cit., s. 179.

zmiany warunków, jakie zakładano kalibrując model czy realizując decyzje ekonomiczne. W tym samym czasie inne podmioty również podejmują i realizują decyzje, co ma wpływ na zmianę założonych uwarunkowań. Zdarzenia zachodzą więc niezależnie od tego, co kto myśli, a zwłaszcza czego oczekuje. Tymczasem w głównym nurcie ekonomii, szczególnie od pojawienia się koncepcji racjonalnych oczekiwań Johna Mutha, a następnie jej kontynuacji (teoria racjonalnych oczekiwań) przez Roberta Lucasa jr. (Nobel 1995 r.⁵), obowiązywało stwierdzenie, że ludzie postępują racjonalnie i że dotyczy to również wyborów w przyszłości (a dokładniej, że błędy w oczekiwaniach wzajemnie znoszą się w masie tych oczekiwań, a więc ogólny zbiór tych oczekiwań jest „prawdziwą przyszłością”). Teoria ta, mimo że była wielokrotnie krytykowana, nadal funkcjonuje, chociaż poza kręgami akademickimi nie jest traktowana zbyt poważnie.

Tradycyjna ekonomia jest oparta na założeniu, że zachowania ludzi dążących do zaspokojenia swoich potrzeb wynikają z podejmowania decyzji w sposób maksymalizujący ich oczekiwaną użyteczność, przy uwzględnieniu dostępności pełnej informacji. Wyraża się to również w semantyce – wyrażenie *racjonalny* pochodzi od słowa *ratio* a więc rozum i od tego samego słowa pochodzi wyrażenie *rachować*. Człowiek rozumny (inteligentny) to jednocześnie istota kalkulująca, dążąca w swoim działaniu do zwiększenia efektów swoich działań w porównaniu z nakładami. Podobnie słowo kapitalizm słusznie kojarzy się z łacińskim *capita*, czyli głowa (ten, kto ma powodzenie w interesach, „ma głowę na karku”). Decyzje podjęte na podłożu kalkulacyjnej racjonalności, zgodnie z tradycją koncepcji Léona Walrasa i Villfredo Pareto, powinny maksymalizować ogólną społeczną użyteczność działań gospodarczych, czyli prowadzić do ukształtowania jak najlepszego (maksymalizującego ogólną użyteczność) systemu ekonomicznego. Założenie takie wyraża zasadę funkcjonowania gospodarki kapitalistycznej, zwłaszcza w jej neoliberalnym nurcie. Jednak już w

5 Ilekroć w tekście pojawia się określenie „nagroda Nobla”, chodzi o Nagrodę Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii, przyznawaną przez Komitet Noblowski.

latach 50. zaczęły powstawać odmienne trendy⁶, które rozwijały się wielokierunkowo w następnych dziesięcioleciach. Nie wszystkie z nich są zaliczane do nurtu behawioralnego, ale właśnie ten ostatni charakteryzuje się szczególną dynamiką.

Za prekursora podejścia behawioralnego uważany jest Adam Smith, mimo że bardziej jest znany jako przedstawiciel koncepcji „egoistycznej” i „darwinowskiej” (w centrum jego myśli jest stawiany „własny interes”). Zanim został ekonomistą, był profesorem etyki na uniwersytecie w Glasgow i napisał książkę *Teoria uczuć moralnych* (1759), w której zbadał, dlaczego zachowaniem ludzi, obok egoizmu, kieruje altruizm; problem ten jest rozważany również przez ekonomistów behawioralnych i ekspertów od teorii gier z przełomu XX i XXI wieku. Analizy elementów ekonomii behawioralnej w dziełach Adama Smitha dokonał J. Polowczyk⁷, szczególnie koncentrując się na roli uczuć w ekonomii (m. in. odwzajemnienie, ambicja, sprawiedliwość, dążenie do szczęścia). Początek współczesnego nurtu ekonomii behawioralnej datuje się na lata 70. Za wczesnego behawiorystę uważa się Janosa Kornai⁸, który jest autorem koncepcji *antiequilibrium* (związanej z gospodarką socjalistyczną i gospodarką niedoboru). Inny z wczesnych przedstawicieli tego kierunku, Herbert Simon, twórca koncepcji ograniczonej racjonalności (*bounded rationality*), już w 1978 r. został noblistą (za badania nad procesem podejmowania decyzji wewnątrz organizacji gospodarczych oraz teorią ich podejmowania). Do tego nurtu można również zaliczyć George’a Katonę⁹, który pracował nad rolą zwyczajów, stereotypów i oczekiwań w decyzjach ekonomicznych, przez zadawanie pytań i robienie wywiadów, a więc metodą stosowaną w psychologii i socjologii. Kierunek ten rozwijał się, tworząc wiele różnych koncepcji.

6 K. Arrow, *Alternative approaches to the theory of choice in risk-taking situations*, “Econometrica” 19/ 1951, s. 404-437.

7 J. Polowczyk, *Elementy ekonomii behawioralnej w dziełach Adama Smitha*, „Ekonomista” nr 4/2010.

8 J. Kornai, *Gospodarka niedoboru*, (*Economics of Shortage*), 1980.

9 Jedną z jego prac, wspólną z B. Strümpel jest: G. Katona, B. Strümpel, *A New Economic Era*, Elsevier, New York, 1978.

2. Kierunki badań w nurcie behawioralnym ekonomii

Jak pisze w swoim artykule Jan Polowczyk¹⁰, w ramach tego nurtu pojawiło się kilka kierunków badań:

- ekonomia psychologiczna, która dąży do lepszego zrozumienia decyzji ekonomicznych; w badaniach używa się eksperymentów, symulacji komputerowych, skanowania mózgu, wykonuje się badania terenowe i stosuje metody matematyczne; główni przedstawiciele tego kierunku to: Amos Tversky i Daniel Kahneman (noblista z 2002 r.), Richard Thaler, George Loewenstein, Matthew Rabin, Paul Slovic, Thomas Gilowich;
- ekonomia ewolucyjna – nawiązująca do teorii Karola Darwina; pomocna w rozumieniu zmian technologicznych, nawiązująca do koncepcji Aloisa Schumpetera; mówi o naturalnej selekcji nieefektywnych rozwiązań i starzejących się branż oraz technologii; rozważa się tu również aspekty historyczne i instytucjonalne (m.in. rutyny organizacyjne jako „geny”); charakterystyczne cechy tego kierunku pojawiły się w pracach Richarda R. Nelsona, Sidneya G. Wintera oraz Michaela Shermera¹¹;
- ekonomia eksperymentalna – to zastosowanie metod eksperymentalnych w ekonomii¹²; badaniu poddaje się różne aspekty życia ludzkiego ze względu na obecność w decyzjach czynnika ekonomicznego; twórca tego kierunku to Vernon L. Smith¹³ (noblista z 2002 r.);
- ekonomia złożoności – *complexity economy* – koncepcja ta powstała z inicjatywy W.B. Arthura, a kontynuatorem kierunku jest Eric D. Beinhocker, autor książki *The Origin of Wealth*¹⁴ czyli „O pochodzeniu bogactwa”; łączy ona nurty będące w opozycji do nurtu głównego w ekonomii;

10 J. Polowczyk, *Podstawy ekonomii behawioralnej*, „Przegląd Organizacji” nr 12/2009, s. 3-7.

11 M. Shermer, *Rynkowy umysł*, wyd. CIS, Warszawa 2009.

12 Było to *novum*, gdyż ekonomię uznawano za naukę nieeksperymentalną, opartą raczej na statystykach wziętych z rzeczywistości gospodarczej lub modelach matematycznych, niż badaniach laboratoryjnych i terenowych.

13 V. L. Smith, *Racjonalność w ekonomii*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2013.

14 E. D. Beinhocker, *The Origin of Wealth: Evolution, Complexity, And the Radical Remaking of Economics*, Harvard Business Review Press, 2006.

- finanse behawioralne – nurt, w którym doczekaliśmy się wielu prac ze względu na dominację sektora finansowego w gospodarce; bada on zagadki nieracjonalnych zachowań inwestorów na rynkach finansowych, jak również stosunek ludzi do pieniędzy (oszczędzanie, wydawanie, długi);
- makroekonomia behawioralna – rozważająca zagadnienia makroekonomiczne w duchu J.M. Keynesa; w ramach tego kierunku mamy prace George'a Akerlofa (noblisty z 2001 r.) i Roberta Shillera (noblisty z 2013 r.); głośna jest ich wspólna książka pt. *Zwierzęce instynkty*¹⁵, mówiąca o zaufaniu, uczciwości, korupcji, iluzji pieniężnej i uleganiu legendom z przeszłości.

Ponadto wciąż krystalizują się kolejne, mniej usystematyzowane kierunki rozważań (w nawiasach podano przykładowych przedstawicieli):

- behawioralna teoria gier (Colin Camerer);
- neuroekonomia – skupiona na badaniu mózgu; bada się aktywność obszarów mózgu w wyniku podejmowania decyzji ekonomicznych, oddziaływanie reklamy itd. (Colin Camerer, Paul W. Glimcher, Ernst Fehr);
- nurt socjologiczny – socjoekonomia (Mark Granovetter);
- ekonomia wiedzy niedoskonałej (Roman Frydman, Michael D. Goldberg¹⁶);
- pseudobehawioryzm (Kenneth Arrow – noblista z 1972 r., Oliver E. Williamson – noblista z 2009 r.).

Nurt behawioralny w ekonomii wywodzi się z połączenia nauk przyrodniczych (biologii, antropologii) i społecznych (oprócz ekonomii, także socjologii i psychologii); zawiera też elementy nauk ścisłych (matematyka – teoria gier, rachunek prawdopodobieństwa). Sukces ludzkości jako gatunku biologicznego, przejawiający się w jego dominacji na naszej planecie nad innymi gatunkami,

15 Wydanie polskie G.A. Akerlof, R. J. Shiller, *Zwierzęce instynkty*, Studio Emka, Warszawa 2011.

16 R. Frydman, M.D. Goldberg, *Ekonomia wiedzy niedoskonałej. Kurs walutowy i ryzyko*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa 2009.

przypisuje się zachowaniom ekonomicznym, opartym na zasadzie wzajemności (kooperacja, wdzięczność, sprawiedliwość) i karaniu zachowań pasożytniczych (grabież, oszustwo). Przepisy prawa (w tym gospodarczego) wyewoluowały ze sprawdzonych w praktyce zasad, umożliwiających społeczną stabilizację i zajmowanie się efektywnymi działaniami (produkcja i wymiana) prowadzącymi do zwiększenia bogactwa. Działanie te sprzyjają przetrwaniu i rozmnażaniu się gatunku.

Podstawą podziału pracy i wzajemnej wymiany jest uczciwość, prawdopodobnie ma ona swoje źródło w procesie ewolucyjnym: grupy, gdzie osobniki współpracowały i dzieliły się, osiągnęły przewagę nad tymi, w których dochodziło do konfliktów i walk wewnętrznych. Proces ten premiował wyższą skuteczność w odnajdowaniu pożywienia i sposobów ochrony przed niekorzystnymi czynnikami z otoczenia, co wiązało się z zachowaniami kooperacyjnymi. Badacz naczelnych Frans de Waal stwierdził, że zasada sprawiedliwości (będąca podstawą równowagi między altruizmem a egoizmem) obowiązuje u wszystkich prymatów¹⁷. Ten sam autor stwierdza uniwersalne różnice między płciami (warunkujące zachowania ekonomiczne mężczyzn i kobiet): występowanie u samców z gatunków naczelnych takich cech jak „podejmowanie ryzyka”, „ukrywanie słabości”, „kłopot z okazywaniem emocji” i „pragnienie dominacji”, natomiast u samic „wysoki status” nie przynosi oczekiwanych korzyści (w sensie relacji z płcią przeciwną), zaś potrzeba rywalizacji objawia się tylko wtedy, gdy „jest to jedyny sposób, żeby wygrać”¹⁸ (tym samym, nauka ekonomii powinna uwzględnić różnice płci; wydaje się, że nauka o marketingu zdecydowanie góruje tu nad teorią ekonomii). Zasada sprawiedliwości i współpracy jest ważna zarówno w ujęciu mikroekonomicznym (m.in. stanowi klucz do systemów motywacyjnych w przedsiębiorstwach), jak i makroekonomicznym – jako zasada podziału dochodu narodowego. W tym ostatnim ujęciu, jej rażące nieprzestrzeganie prowadzi

17 Za: M. Shermer, op. cit., s. 43.

18 F. de Waal, *Malpa w każdym z nas. Dlaczego seks, przemoc i życzliwość są częścią natury człowieka?*, Copernicus Center Press, Kraków 2015, s. 70-71.

do konfliktów społecznych, rewolucji i wojen, czego rezultatem jest zwykle (przynajmniej przejściowe) zmniejszenie różnic w podziale dochodu.

Rozpoznanie wpływu czynników pozaracjonalnych na podejmowanie decyzji ekonomicznych pozwala na uzupełnienie ekonomii głównego nurtu o elementy zbliżające jej założenia, teorie i modele do rzeczywistości. W ramach nurtu behawioralnego opisano odstępstwa zachowań ludzi od racjonalności, pojmowanej jako czysta kalkulacja korzyści i kosztów określonych zachowań dla poszczególnych jednostek. Szczególne zasługi w tym zakresie położyli Amos Tversky i Daniel Kahneman (noblista z 2002 r.). Zawierają one wyjaśnienia, wynikające z błędów poznawczych, emocji, skłonności, uprzedzeń i złudzeń. Zjawiska te charakteryzują się pewną systematycznością, a są to¹⁹:

- efekt wąskich ram, błąd zakotwiczenia, przesadne myślenie, iluzja dostępności – to zniekształcenia w postrzeganiu rzeczywistości;
- awersja do strat, iluzje pieniężne, księgowanie mentalne, efekt utopionych kosztów, dyskontowanie hiperboliczne – to zniekształcenia w percepcji zjawisk związanych z finansami;
- złudzenie kontroli nad rzeczywistością, heurystyka reprezentatywności, przekonanie o ponadprzeciętnych umiejętnościach własnych, zjawisko wybiórczej atrybucji, myślenie życzeniowe, błąd retrospekcji – są to efekty związane z nadmierną pewnością siebie;
- błąd afirmacji, iluzja poprawności – to zniekształcenia w aktualizacji własnych przekonań;
- lęk przed nieznanym, efekt *status quo*, pułapka zaangażowania, uleganie emocjom pozytywnym i negatywnym, wpływ na decyzje ekonomiczne warunków atmosferycznych, odwzajemnianie, racjonalizacja postępowania nieetycznego.

19 D. Kahneman, *Pułapki myślenia. O myśleniu szybkim i wolnym*, Media Rodzina, Poznań 2012, oraz A. Cieślak, *Behawioralna ekonomia finansowa. Modyfikacja paradygmatów funkcjonujących w nowoczesnej teorii finansów*, NBP, „Materiały i Studia”, Zeszyt nr 165, Warszawa 2003.

Można stwierdzić, że ekonomia behawioralna uzupełnia teorię ekonomii o takie elementy, jak etyka, sprawiedliwość, omylność, złudzenie kontroli nad przebiegiem zdarzeń, wzięcie pod uwagę interesu kooperanta i jego reakcji, wybór międzyokresowy, adaptacja i zakotwiczenie. Biorąc pod uwagę te efekty, otrzymujemy pełniejszy, prawdziwszy obraz zachowań ekonomicznych ludzi, niżby wynikał on z „czystej racjonalności” i wąsko pojmowanego „interesu własnego”.

Postulaty te brzmią rozsądnie, jednak nie uwzględniają wszystkich motywów ludzkiego postępowania. Powyższe ustalenia zawierają założenie, że człowiek nie ma zamiaru zachowywać się destrukcyjnie w odniesieniu do siebie, czyli ekonomizacja zachowań („interes własny”) jest zachowana. Okazuje się jednak, że ludzie podejmują działania ryzykowne, które nie przynoszą efektów ekonomicznych (hazard, nadmierne zadłużenie, prowokowanie konfliktów, sporty ekstremalne, nadużywanie szkodliwych dla zdrowia substancji). Tego rodzaju decyzje ryzykowne mają za zadanie wykazać dominację jednostki przez tzw. „popisy” i umożliwić jej osiągnięcie celów osobistych, jak bogactwo, władza czy możliwości reprodukcyjne. Demonstrację dominacji opisał Richard Coniff²⁰ jako zasadę handicapu, w której pozornie nieracjonalne, ekstrawaganckie popisy spełniają cel ewolucyjny (przy czym odniósł je zarówno do mężczyzn, jak i do kobiet). Nieoptymalność może mieć też źródło w nudzie i frustracji, które są podobnie uciążliwe jak nadmiar bodźców i stresu; stąd w naukach o zarządzaniu zalecenie dla menedżerów, by starali się utrzymywać umiarkowany (kontrolowany) poziom konfliktu w grupie pracowniczej²¹. Błędne jest więc przekonanie o tym, że „zaspokojenie potrzeb” pracownika w sensie dostarczenia niezbędnych dóbr w zamian za świadczenie (zwłaszcza monotonnej) pracy, zapobiegnie zachowaniom „nieracjonalnym”. W nowych teoriach motywacyjnych zaznacza się szczególna obecność czynników wyższego rzędu, jak współuczestnictwo w zarządzaniu i rozwój osobisty.

20 R. Coniff, *Historia naturalna bogaczy*, Wydawnictwo Cis, Wydawnictwo W.A.B., Warszawa 2003, s. 191-207.

21 R. W. Griffin, *Podstawy zarządzania organizacjami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 543.

Kolejnym elementem, którego nie brano pod uwagę w teoriach opartych na racjonalności, jest wzajemne oddziaływanie decyzji ekonomicznych. Znaczący sukces w inwestowaniu na rynkach finansowych George Soros pisze²², że na rynkach tych występują dwukierunkowe powiązania zwrotne między funkcją kognitywną (poznawczą) a funkcją manipulacji. Związki takie istnieją zarówno pomiędzy podmiotami rynkowymi, jak też między nimi a władzami monetarnymi. Decyzje tych podmiotów wzajemnie na siebie oddziałują, zmieniając warunki, w jakich podejmowane są następne decyzje. Mimo stosowania wiedzy eksperckiej na najwyższym poziomie w tych procesach, racjonalizm decyzyjny jest tutaj ograniczony ze względu na wzajemne interakcje, które zmieniają otoczenie w trakcie „gry”. Eksperymenty laboratoryjne nie dają obrazu skutków takich zachowań, gdyż są realizowane w bardzo ograniczonych liczebnie grupach, podczas gdy rynki finansowe mają charakter globalny.

„Gra rynkowa” oraz „równowaga rynkowa” to podstawowe pojęcia, używane do objaśniania istoty zjawisk produkcji i wymiany; tak więc w ekonomii ma zastosowanie teoria gier, która przyczyniła się do zmatematyzowania tej nauki. Jak pisze Wacław Stankiewicz²³, John von Neumann i Oskar Morgenstern w dziele *Teoria gier i postępowanie ekonomiczne* (1944) działając przy użyciu metod matematycznych, przedstawili badania „nad rynkami kapitałowymi i poszukiwaniem racjonalnych wyborów w relacjach podmiotów gospodarczych”²⁴. Koncepcje te rozwijał później John Nash (noblista z 1994 r.). Celem uczestników gry jest osiągnięcie stanu optymalnego w danych warunkach (stanu równowagi), którego zmiana jest nieopłacalna (uczestnicy gry nie mogą nic zyskać ani stracić przy zmianie strategii). Zmiany są wówczas niepożądane. Jednak zmieniające się okoliczności (zwłaszcza szoki losowe) mogą doprowadzić do stanu, w którym kontynuowanie strategii bez strat

22 G. Soros, op. cit., s. 36.

23 W. Stankiewicz, *Kolejny sukces teorii gier: nobliści z ekonomii 2012*, „Ekonomia i Prawo”, B. Polszakiewicz, J. Boehlke (red.), Tom XII, nr 1/2013, ss. 163-184 DOI: <http://dx.doi.org/10.12775/EiP.2013.014>, s. 165.

24 Tamże.

któreś ze stron jest niemożliwe i dochodzi do „kryzysu”, którego rozwiązanie to osiągnięcie równowagi w nowych warunkach. Zachowanie uczestników gry warunkowane jest wieloma czynnikami, w tym wiedzą, poczuciem sprawiedliwości, powtarzalnością gry (gra jednokrotna, powtarzalna z ograniczeniem czasowym lub nieograniczona – badał je Robert J. Aumann w dziedzinach m.in.: wojny cenowe, negocjacje płacowe, szara strefa²⁵, jej monotonią czy dostosowaniem strategii do poziomu umiejętności przeciwnika. Kolejnym etapem rozwoju tego nurtu były gry koalicyjne (reprezentanci: Lloyd Stowell Shapley, Martin Shubik, Olga Nikolaiewna Bondariewa²⁶). Wybitne zasługi dla rozwoju teorii gier i jej zastosowań w praktyce społecznej położył Alvin E. Roth (Nobel 2012 r.), który zbadał, jak przyłączyć „stabilne alokacje i mechanizmy kojarzenia (...) do pewnych rynków, które mają większy wpływ na nasze życie”, jak również, w jaki sposób „rozpoznać preferencje uczestników, wpływających na stabilizację alokacji”²⁷. Teorie, mające swój początek w wojskowości i badaniach operacyjnych, znalazły zastosowanie m. in. w takich obszarach, jak dobór małżeński, rynek pracy, przyjmowanie kandydatów na studia i transplantacje organów.

3. Wybrane przykłady zastosowania ekonomii behawioralnej

W literaturze w języku polskim można znaleźć opracowania dotyczące nurtu behawioralnego, jednak nie są one liczne i mają często bardzo specjalistyczny charakter (są sformalizowane i niezrozumiałe dla nieprzygotowanego czytelnika). Bardzo dobre opracowania znajdziemy w obszarze finansów behawioralnych i teorii gier (Piotr Zielonka²⁸, Monika Czerwonka i Bartłomiej Gorlewski²⁹,

25 Tamże, s. 168.

26 Tamże, s. 175-181.

27 W. Stankiewicz, op. cit., s. 176.

28 P. Zielonka, *Giełda i psychologia: behawioralne aspekty inwestowania na rynkach finansowych*, CeDeWu, Warszawa 2011.

29 M. Czerwonka, B. Godlewski, *Finanse behawioralne: zachowania inwestorów na rynku*, SGH Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2008.

Anna Cieślak³⁰, Ewa Drabik³¹). Inne zagadnienia są najczęściej rozproszone i mają postać artykułów naukowych (Adam Szyszka³², Piotr Bańbuła³³). Są też książki o charakterze komercyjnym, których lektura jest raczej rozrywką (George Soros, Michael Shermer, Richard Conniff). Z ogólnych pozycji można polecić opracowania psychologów Tadeusza Tyszki³⁴ i Tomasza Zaleśkiewicza³⁵. Należy jednak zaznaczyć, że elementy podejścia behawioralnego, które zapisały się jako trwałe dorobek ekonomii, znajdziemy w podręcznikach do ekonomii, w tym ekonomii instytucjonalnej, marketingu, zarządzania, rynków finansowych i ekonomiki sektora publicznego. Dlatego też trudno je jednoznacznie oddzielić od „klasyki”. Wpisują się w główny nurt ekonomii i współtworzą jej paradygmat. Poniżej podano kilka przykładów rozważań mających za podstawę teorie behawioralne.

- Ekonomia ewolucyjna znajduje zastosowanie w strategiach rynkowych przedsiębiorstw. Jednym z najbardziej widocznych jest efekt sieci (*network effect*)³⁶ – producenci i sprzedawcy, kierując się „efektem silniejszego”, wytwarzają i zamawiają te produkty, na które spodziewają się największego popytu, to zaś wyzwala mechanizm sprzężenia zwrotnego – najpopularniejsze produkty są produkowane w największej ilości, ich koszty spadają, stają się tańsze, popyt na nie wzrasta, firmy mają coraz większe zyski, więc rozbudowują aparat produkcyjny i sieci sprzedaży itd. Dlatego powodzeniem cieszą się „sieciovki”, franczyza, popularne marki. Nie znaczy to oczywiście, że wygrywa produkt najlepszy, a jedynie ten, który w wystarczającym stopniu, stosunkowo tanio zaspokaja potrzeby konsumentów, przy czym jest oznaczony

30 A. Cieślak, *Behawioralna ekonomia finansowa. Modyfikacja paradygmatów funkcjonujących w nowoczesnej teorii finansów*, NBP, „Materiały i Studia”, Zeszyt nr 165, Warszawa 2003.

31 E. Drabik, *Aukcje w teorii i praktyce*, SGGW, Warszawa 2007.

32 A. Szyszka, *Behawioralne aspekty kryzysu finansowego*, „Bank i Kredyt” Nr 40 (4), 2009.

33 P. Bańbuła, *Oszczędności i wybór międzyokresowy – podejście behawioralne*, NBP, „Materiały i Studia” Zeszyt nr 2008, Warszawa 2006.

34 T. Tyszka, *Psychologia ekonomiczna, cz. 1 i 2.*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2004. Poza tym: współautor książki T. Tyszka, A. Falkowski: *Psychologia zachowań konsumenckich*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2009.

35 T. Zaleśkiewicz, *Psychologia ekonomiczna*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012.

36 M. Shermer, op. cit., s. 94.

marką, a więc można mu zaufać (McDonald's, Coca-Cola, Nike, Microsoft, Danone). Konsumenty mają skłonność do nabywania tych produktów, o których sądzą, że będą najłatwiej dostępne (przewaga dystrybucyjna). Producenci dóbr nietypowych narażają klientów na dodatkowe koszty (serwis, konserwacja, poszukiwania), które niektórzy konsumenci ponoszą (oprócz sytuacji konieczności, jest to wspomniany już handicap, czyli popis). Powyższe zjawiska dają efekt „zablokowania” czy „zafiksowania” konsumpcji (wysokie koszty wprowadzenia nowych wyrobów, niekompatybilność). Zafiksowanie rynku trudno jest przewyciężyć i wtedy rynek jest w równowadze.

- Techniki behawioralne mają szerokie zastosowanie w inwestowaniu na rynkach finansowych. W odpowiedzi na teorie inwestowania oparte na losowości i rachunki prawdopodobieństwa, można odpowiedzieć słowami Jacka D. Schwagera, który przeprowadził wywiady z amerykańskimi spekulantami giełdowymi: „Rynki nie zachowują się losowo, ponieważ zależą od ludzkiego zachowania, a ludzkie zachowanie, zwłaszcza zachowanie tłumu, nigdy nie jest losowe”³⁷. Jak (przykładowo) dowodzi Andrzej Zaremba³⁸, skuteczność metod inwestycyjnych w odniesieniu do kontraktów terminowych bardzo zmalała. Większość transakcji w tej branży zawierana jest przy użyciu automatycznych systemów transakcyjnych, a algorytmy są zaprojektowane w oparciu o analizę techniczną (sankcjonowaną przez teorie behawioralne). Jako przyczyny autor podaje spadek kosztów transakcyjnych, większą dostępność informacji, łatwość i szybkość ich przetwarzania, profesjonalizację rynku i wzrost znaczenia funduszy kontraktów terminowych. Zmiany te zaszły w ciągu ostatnich 50 lat. Na rynkach akcji, przydatność analizy technicznej zaczęła zanikać już na początku lat 1990., a niedługo później na rynkach walutowych³⁹ (wyjątek stanowią rynki surowcowe). Źródłem pogarsza-

37 J. D. Schwager, *Mistrzowie rynków finansowych. Rozmowy z najlepszymi amerykańskimi inwestorami i graczami giełdowymi*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2013, s. 11.

38 A. Zaremba, *Przyczyny malejącej zyskowności funduszy kontraktów terminowych*, „*Ekonomista*” nr 1/2010, s. 85-105.

39 Tamże, s. 102.

jących się wyników, zdaniem wymienionego autora, jest spadek skuteczności strategii technicznych. Jak głosi wielokrotnie cytowane stwierdzenie Daniela J. Siegla, „analitycy techniczni, którzy odnoszą sukcesy, przyznają, że systematyczne wygrywanie jest powiązane z utrzymywaniem w tajemnicy metody przynoszącej sukces”⁴⁰. Jeśli rozpracowano te metody i uczyniono z nich algorytmy, skuteczność w osiąganiu zysku zmierza do zera, ponieważ uczestnicy rynku masowo je stosują. Jak twierdzi Siegel „(...) nie może być czegoś takiego jak naukowe przewidywanie zdarzeń będących pod kontrolą ludzką. Sam brak takiej predykcji może spowodować działania ludzi, które unicestwią predykcję”⁴¹ (podobnie twierdzi Soros). Jaka jest więc rada na skuteczne inwestowanie? Wymyślenie nowego produktu finansowego lub nowej metody inwestowania i nieujawnianie ich konstrukcji, albo *inside trading* (który jednak podlega penalizacji). Tak więc zarówno opisane w książkach metody analizy technicznej, jak portfelowej, nie zdają się zbyt użyteczne. Metody portfelowe, oparte o zasadę efektywnego rynku, skrytykował Robert Haugen⁴².

- Piotr Bańbuła⁴³ dokonał analizy problemu bardzo ważnego dla polityki gospodarczej, przy użyciu takich elementów, jak teoria gier, finanse publiczne i wybór międzyokresowy, teorie konsumenta i finanse behawioralne. Podstawą jest hipoteza oznaczona jako LCH/PIH (*Life-Cycle Hypothesis / Permanent Income Hypothesis*), autorstwa Hersha Shefrina i Richarda Thaler (behawioralna hipoteza cyklu życia i hipoteza dochodu permanentnego). Rozumowanie opiera się na trzech podstawach: teorii samokontroli, kontaktach mentalnych⁴⁴ i znaczeniu przedstawienia alternatyw w procesie podejmowania decyzji. P. Bańbuła ukazuje, jakie może

40 P. Zielonka, *Behawioralne aspekty inwestowania na rynku finansowym*, CeDeWu, Warszawa 2006, s. 10.

41 Tamże.

42 R. Haugen, *Nowa nauka o finansach. Przeciw efektywności rynku*, Wydawnictwo WIG PRESS, Warszawa 1999.

43 P. Bańbuła, op. cit.

44 W nawiązaniu do keynesowskiej koncepcji KSK (krańcowej stopy oszczędności) ekonomiści behawioralni piszą o „kontaktach mentalnych” i o „metkach na pieniądzech”. Chodzi o to, że źródło pochodzenia pieniędzy ma wpływ na ich przeznaczenie na konsumpcję (czyli zaliczenie do dochodu bieżącego), lub na oszczędności (wyplatu „ekstra”, jak premie czy zwrot podatku). Prawidłowość ta działa także w drugą stronę - jeśli władze chcą, aby ludzie zwiększyli popyt, to nie należy zmniejszać podatków, tylko podnieść bieżące pensje.

być zastosowanie osiągnięć ekonomii behawioralnej do rozwiązania problemu zbyt niskiego poziomu oszczędzania na emeryturę. Ludzie preferują konsumpcję bieżącą, a głównym problemem jest użycie woli (sprawienie, by ludzie dobrowolnie odłożyli pieniądze). Autor podaje, że oszczędnościom sprzyjają następujące elementy: 1) podatki (odprowadzanie przez pracodawcę większych zaliczek na podatek dochodowy, a następnie zwrot nadpłat – zwiększa to szansę, że pieniądze zostaną zaoszczędzone); 2) dualny system wynagrodzeń (podział na pensję i okresową premię - jeśli się zwiększy systematyczny wpływ, ludzie wydadzą dodatkowe pieniądze na bieżące potrzeby, a premię z większym prawdopodobieństwem zaoszczędzą); 3) zachęcanie firm do prowadzenia programów emerytalnych (pracownik może nie uczestniczyć w takim programie, ale zamiast „nie zapisywania się” do programu, musi podpisać rezygnację z zapisania się do niego); 4) zrozumiałość systemu i systematyczne ukazywanie efektów oszczędzania zainteresowanym (przysyłanie wyciągów z konta, gratyfikacje za wytrwałość). W świetle założenia racjonalności, wychodzi na to samo (kwoty wypłacane pracownikom są identyczne), ale wykorzystanie zniekształceń kognitywnych i emocji prowadzi do zamierzonych efektów na polu oszczędzania.

- Podatki a gospodarowanie ograniczonymi zasobami, to dość znany problem. Podatki w ujęciu potocznym służą do zebrania dochodów budżetowych, jednak ich rola ekonomiczna jest o wiele szersza. Przede wszystkim, stopa opodatkowania jak też zwolnienia i ulgi podatkowe mogą być wykorzystywane do wpływu na decyzje podatników, m. in. jako stabilizatory cyklu koniunkturalnego. Poza tym mogą być wykorzystywane do racjonalizacji działań ludzkich, w tym ochrony zasobów naturalnych. Ewa Drabik⁴⁵ ukazuje taką rolę podatków – przykładem jest tu „współpraca egoistów”, z których jeden posiada bydło, a drugi paszę (zamiast sobie wzajemnie kraść zasoby, mogą je między sobą wymieniać); drugi przykład to znana gra „pastwisko”, w której ustalenie przez

⁴⁵ E. Drabik, op. cit., s. 217-220.

gminę taksy za wypas dodatkowych krów oszczędza zasoby naturalne i pozwala im się odtworzyć. Inny przykład to wydawanie tzw. „blach” – koncesjonowanie usług taksówkarskich w Nowym Jorku, co prowadzi do ograniczenia liczby taksówek i oszczędności czasu i paliwa poświęconego na oczekiwaniu na klienta przez taksówkarzy. Badania Elinor Ostrom i Oliviera Williamsona (nobliści z 2009 r.) wykazały przydatność tych koncepcji dla rozwiązywania problemów gospodarowania wspólnymi zasobami i dobrami publicznymi⁴⁶.

Rozważania te zakończę refleksją na temat gospodarki opartej na wiedzy, zwanej kognitywną. Na funkcjonowanie gospodarki wpływa poziom zaufania, które zależy nie tylko od sprawności instytucji w danym państwie, ale i od poziomu wiedzy stron – uczestników kontraktów. HRO opiera się na pojęciu pełnej informacji, ale informacja nie jest tym samym, co wiedza. Do wiedzy konieczne jest zrozumienie umowy, a nie jedynie jej formalne zawarcie, czyli podpisanie wielostronicowego tekstu pełnego odnośników do nieznanym nam przepisów. Zdobywanie zaawansowanej wiedzy branżowej w poszczególnych dziedzinach pozostaje poza możliwościami większości uczestników rynku. Niektóre z umów musimy podpisywać, gdyż jest to wymagane (np. zgoda na operację chirurgiczną czy obowiązkowe przystąpienie do funduszu emerytalnego). Jest oczywiste, że renta z wiedzy w obecnej gospodarce jest nie tylko bardzo wysoka, ale że kryją się w tej sferze potencjalne możliwości oszustwa. Jako radę podaje się wzrost kwalifikacji, ale jest jasne, że nikt nie będzie ekspertem od wszystkiego, więc problem zaufania i współpracy nadal pozostaje centralnym przedmiotem badań w ekonomii.

Podsumowanie

Ekonomia dająca elementarne recepty oparte na doskonałym racjonalizmie jednostek i prostych modelach typu „popyt – podaż”, czy też zaawansowanych modelach makroekonomicznych (AD-AS,

46 E. Ostrom, *Dysponowanie wspólnymi zasobami*, Oficyna a Wolters Kluwer Business, Warszawa 2013.

IS-LM, DSGE) przy obecnym poziomie złożoności procesów gospodarczych nie wystarcza. Rozproszone wysiłki w celu objęcia zmiennej rzeczywistości nową teorią, dzielą się na badania w sferze związanej z:

- mikroekonomią – zarządzanie przedsiębiorstwem i systemy motywacyjne, marketing i oddziaływanie promocji, mechanizmy rządzące wyborami konsumenta, procesy negocjacyjne w biznesie, współpraca i rywalizacja przedsiębiorstw między sobą, wpływ kultury na zachowania ekonomiczne, funkcjonowanie rynków finansowych;
- makroekonomią – teoria gier w odniesieniu do organów władzy i społeczeństwa, teoria wyboru publicznego, wpływ powszechnej demokracji na system ekonomiczny, redystrybucja dochodów, gospodarka energią i żywnością, ochrona środowiska, podatki i dług publiczny, rola systemu finansowego w gospodarce, oszczędzanie i konsumpcja.

Kolejnym, na razie kształtującym się trendem jest rozwój gospodarki wirtualnej w przestrzeni alternatywnej, który powoduje wzrost zakresu wolności i konflikty o dochody z praw własności intelektualnej. Ta kwestia, oprócz statystyk na temat rozwoju firm działających w Internecie i generowanych przez nie zysków oraz tematu restrykcji regulacyjnych, nie znalazła odzwierciedlenia w literaturze ekonomicznej, w sensie wbudowania w teorię systemów gospodarczych, choć jest poważną zmianą jakościową.

Jak pisze Zbigniew Madej⁴⁷, nauka ekonomii osiągnęła poziom dojrzałości, który pozwala na sformułowanie jej paradygmatu. Wymieniony autor rozważa adaptację wiedzy ekonomicznej Zachodu na dwóch obszarach pokomunistycznych: Europie Środkowej i Wschodniej oraz w Chinach. Zwraca uwagę na odmienne fundamenty kulturowe, a także na zniekształcenia percepcji, którym ulegamy (są to typowe efekty behawioralne, np. uważamy, że Polska ma system gospodarczy bardziej zbliżony do panującego w USA niż

47 Z. Madej, op. cit.

do chińskiego, tymczasem badania OECD wykazują, że jest wręcz przeciwnie). Chińczycy mają do gospodarki podejście pragmatyczne, nie obciążone swoistym „historyzmem”. Korzystają z dorobku ekonomii, nie przywiązując wagi do tego, z jakich szkół i nurtów pochodzi ta wiedza, skoro jest użyteczna w praktyce (w przeciwieństwie do Europejczyków, którzy zanim coś postanowią, muszą najpierw rozważyć teorie poczynając od merkantylizmu i wdać się w spory naukowe). Autor ten zwraca uwagę, że chiński fenomen nie został na razie zbadany, a przewaga gospodarcza Chin nad wszystkimi krajami poza USA jest już faktem.

Podsumowując, teorie ekonomii uwzględniające czynniki behawioralne, w tym pozaracjonalne, przyczyniają się do lepszego zrozumienia procesów gospodarczych (zwłaszcza podejmowania decyzji przez podmioty) a także poprawiają możliwości skutecznego działania w zakresie polityki ekonomicznej, marketingu i zarządzania.

Bibliografi:

1. Ariely D., *Schylek tradycyjnej ekonomii*, w: „Harvard Business Review Polska” nr 12/2010, s. 28-32 i 34-35.
2. Bańbuła P., *Oszczędności i wybór międzyokresowy: podejście behawioralne*, NBP, „Materiały i Studia”, Zeszyt nr 208, Warszawa 2006.
3. Beinhocker E.D., *The Origin of Wealth: Evolution, Complexity, And the Radical Remaking of Economics*, Harvard Business Review Press, 2006.
4. Cieślak A., *Behawioralna ekonomia finansowa. Modyfikacja paradygmatów funkcjonujących w nowoczesnej teorii finansów*, NBP, „Materiały i Studia”, Zeszyt nr 165, Warszawa 2003 .
5. Czerwonka M., Gorlewski B., *Finanse behawioralne: zachowania inwestorów na rynku*, SGH Oficyna Wydawnicza, 2008 Warszawa.
6. Drabik E., *Aukcje w teorii i praktyce*, SGGW, Warszawa 2007.
7. Drabik E., *Zastosowanie teorii gier w ekonomii i zarządzaniu*, wyd. SGGW, Warszawa 2005.
8. Griffin R.W., *Podstawy zarządzania organizacjami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
9. Haugen R., *Nowa nauka o finansach. Przeciw efektywności rynku*, Wydawnictwo WIG PRESS, Warszawa 1999.
10. Kahneman D., *Pułapki myślenia. O myśleniu szybkim i wolnym*, Media Rodzina, Poznań 2012.

11. Niedziółka P., *Fundusze hedgingowe a stabilność finansowa*, Difin, Warszawa 2009
12. Ostrom E., *Dysponowanie wspólnymi zasobami*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2013.
13. Połowczyk J., *Elementy ekonomii behawioralnej w dziełach Adama Smitha*, „*Ekonomista*” nr 4/2010.
14. Połowczyk J., *Podstawy ekonomii behawioralnej*, „*Przegląd Organizacji*” 2009 nr 21, s. 3-7.
15. Shermer M., *Rynkowy umysł*, wyd. CIS, Warszawa 2009.
16. Schwager J. D., *Mistrzowie rynków finansowych. Rozmowy z najlepszymi amerykańskimi inwestorami i graczami giełdowymi*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2013.
17. Soros G., *Nowy paradygmat rynków finansowych*, wyd. MT Biznes, Warszawa 2009.
18. Stankiewicz W.: *Kolejny sukces teorii gier: nobliści z ekonomii 2012*, „*Ekonomia i Prawo*”, Polszakiewicz B., Boehlke J. (red.), Tom XII, nr 1/2013, ss. 163–184 DOI: <http://dx.doi.org/10.12775/EiP.2013.014>.
19. de Waal F., *Małpa w każdym z nas. Dlaczego seks, przemoc i życzliwość są częścią natury człowieka?*, Copernicus Center Press, Kraków 2015.
20. Smith V. L., *Racjonalność w ekonomii*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2013.
21. Szyszka A., *Behawioralne aspekty kryzysu finansowego*, „*Bank i Kredyt*” nr 40 (4), 2009.
22. Tyszka T., Falkowski A., *Psychologia zachowań konsumenckich*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2009.
23. Tyszka T., *Psychologia ekonomiczna 2004*, cz. 1 i 2., Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2004.
24. Wojtyła A., *Współczesna ekonomia: kontynuacja czy poszukiwanie nowego paradygmatu?* „*Ekonomista*” 2008 nr 1.
25. Zaleśkiewicz T., *Psychologia ekonomiczna*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012.
26. Zaremba A., *Przyczyny malejącej zyskowności funduszy kontraktów terminowych*, „*Ekonomista*” nr 1/2010.
27. Zielonka P., *Giełda i psychologia: behawioralne aspekty inwestowania na rynkach finansowych*, CeDeWu, Warszawa 2011.

Agnieszka Tomczak*

*** Dr Agnieszka Tomczak, wykładowca we Wszechnicy Polskiej Szkole Wyższej w Warszawie.**

Ireneusz Badowski

Controlling w realizacji budżetu zadaniowego w Polsce

Streszczenie

Transformacja roli państwa w Polsce jest nakierowana na ograniczenie skali bezpośredniego udziału sektora publicznego w ekonomii.

Instytucje państwowe są zobowiązane do wprowadzenia efektywnych narzędzi, fiskalnych i innych, aby zapewnić wyższy poziom jakości wydatków publicznych.

Jedną z koncepcji jakościowej zmiany w ustalaniu budżetu państwa jest wprowadzanie budżetu zadaniowego, uznawanego za bardziej efektywny i skuteczny sposób rozmieszczenia funduszy i środków, który łącząc specyficzne wydatki z celami lepiej realizuje potrzeby społeczeństwa.

Osiągnięciu tego celu służy nowa metodologia w opracowywaniu budżetu państwa, znana jako controlling. Metoda ta była i jest skutecznie wykorzystywana w zarządzaniu korporacjami i przedsiębiorstwami, zabezpieczając przed ryzykiem w podejmowaniu decyzji; jest ona instrumentem kontroli zarządzania, który poprzez swoje racjonalne miary powinien służyć spodziewanemu rozwojowi jednostek samorządu terytorialnego.

Słowa kluczowe

budżet państwa, budżet zadaniowy, controlling

Abstract

Transformation of the role of the state in Poland is aimed to limit the scale of direct participation of the public sector in the economy.

State institutions are required to introduce effective tools, fiscal and others, to ensure higher “quality” of public spending.

One of concepts to a qualitative change in state budgeting is the implementation of performance budgeting, regarded as more effective and efficient path of funds and property allocation, linking specific expenditure with the task, therefore better satisfying the needs of society.

To achieve this objective a new methodology known as controlling needs to be applied in state budgeting. Successfully used in corporate management, enabling risk based decision-making, it is an instrument of management control, which through its rationalization measures, should provide the expected development of the territorial self-government units.

Keywords

State budget, performance budget, controlling

Wprowadzenie

Dokonująca się w ostatnich dziesięcioleciach transformacja roli państwa w Polsce polega na stałym ograniczaniu jego zadań poprzez obniżanie udziału i skali zaangażowania sektora publicznego w gospodarce w wyniku m.in. zmieniających się systemów podatkowych i zmniejszanie obciążeń podatkowych, czy zmianę struktury podatkowej sektora finansów publicznych. Rozwój instytucji państwa i rozwój cywilizacyjny zmuszają do wykorzystywania przez państwo stosowanie narzędzi, fiskalnych i innych, aby zapewnić wysoką jakość wydatkowania finansów publicznych. Finanse publiczne obejmują m. in. problemy związane z zapotrzebowaniem władz publicznych na środki finansowe i zajmują się badaniem efektywności planowania i wydatkowania środków publicznych.

Zmieniające się w czasie metody planowania i budżetowania należy traktować jako inspirację z zamiarem poprawy kondycji polskich finansów publicznych. Próba wprowadzenia nowoczesnych rozwiązań w obszarze zarządzania budżetem państwa przyniosła

w innych państwach wymierne korzyści. Jedną z form zmiany jakościowej jest wprowadzenie zasady budżetu zadaniowego uznawanej jako zmiana jakościowa i efektywnościowa. Jednym z rozwiązań zmierzających do poprawy działania w tym obszarze jest zastosowanie controllingu jako podsystemu zarządzania i kierowania, który od wielu lat jest wykorzystywany w zarządzaniu przedsiębiorstwem, przyczyniając się do podniesienia na wyższy poziom jakości zarządzania i efektywności ekonomicznej. Celem artykułu jest próba wykazania, że controlling może i powinien być wprowadzony i zastosowany również w obszarze zarządzania budżetem państwa.

I. Istota zadaniowego zarządzania finansami publicznymi

Państwo (zgodnie z art. 219 Konstytucji RP) ma obowiązek uchwalenia budżetu państwa w formie ustawy budżetowej; budżet stanowi plan finansowy państwa obejmujący dochody i wydatki budżetowe oraz plan przychodów i rozchodów państwa. Beneficjentami środków publicznych są obywatele, a dokument budżetowy jako plan finansowy określa alokację środków publicznych na poszczególne obszary działalności państwa i poszczególne instytucje.

Wykonywanie zadań publicznych powinno przynosić konkretne i wymierne pod względem jakościowym i ilościowym rezultaty, efektywne i skuteczne w odniesieniu do poniesionych przez podatników nakładów. Dotychczasowy układ klasyfikacji budżetowej uznaje się za mało przejrzysty, nie pozwala on w sposób czytelny prześledzić w jaki sposób są wykorzystywane pieniądze podatników, ocenić skuteczności i celowości ponoszonych wydatków.

Sposobem na usunięcie wad tradycyjnego układu klasyfikacji budżetowej jest budżet zadaniowy traktowany jako wyższy jakościowo element alokacji środków finansowych i rzeczowych, pozwalający na bardziej właściwe zaspokojenie potrzeb społeczeństwa, umożliwiającą powiązanie konkretnego wydatku z zadaniem, czyniąc go bardziej czytelnym i przejrzystym.¹

¹ Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 roku o finansach publicznych, Dz. U. z 2009 nr 157, poz. 124.

Tego typu zmiana jakościowa tworzenia i funkcjonowania budżetu określana jako tworzenie i realizacja budżetu zadaniowego wymaga podejmowania decyzji bardziej świadomych, a zastosowana kontrola i monitorowanie działań podnosi efektywność i zapewnia lepsze wykorzystanie środków publicznych, dzięki włączeniu do zakresu tego budżetu części sprawnościowej/ zadaniowej/.

Na przestrzeni lat 2008-2013 można prześledzić w prawodawstwie polskim ewolucję sposobów definiowania pojęcia budżetu zadaniowego w Polsce.

I tak:

w 2008 roku – Rozporządzenie w sprawie szczegółowego sposobu, trybu i terminów opracowania materiałów do projektu ustawy budżetowej na rok 2008 „Budżet zadaniowy pojmowany jest jako trzyletni skonsolidowany plan wydatków państwowych jednostek budżetowych... art. 4 ust. 1 pkt 12 ustawy o finansach publicznych;

2009 rok – Rozporządzenie w sprawie szczegółowego sposobu opracowania materiałów do projektu ustawy budżetowej na rok 2009 – art. 4 ust. 1 pkt 12 ustawy o finansach publicznych – „Budżet zadaniowy pojmowany jest... definicja jak wyżej;

2010 rok – Rozporządzenie w sprawie szczegółowego sposobu, trybu i terminów opracowania materiałów do projektu ustawy – na rok 2010 – art. 4 ust. 1 pkt 5-8 ustawy o finansach publicznych – „Budżet zadaniowy jest trzyletnim planem wydatków jednostek podsektora rządowego oraz podsektora ubezpieczeń społecznych...”.

W ustawie z 27 sierpnia 2009 roku o finansach publicznych stwierdza się: „Układ zadaniowy – rozumie się przez to zestawienie odpowiednich wydatków budżetu państwa lub kosztów jednostki sektora finansów publicznych sporządzone według funkcji państwa, oznaczających poszczególne obszary działań państwa”...²

Budżet zadaniowy jest planem finansowym gminy lub innej jednostki samorządu terytorialnego, w którym przekształca się obszary jej działalności w zadania wynikające zarówno z obowiązków

² Opracowanie własne na podstawie ustaw o finansach publicznych 2005, 2009/; rozporządzeń w sprawie szczegółowego sposobu, trybu... na poszczególne lata.

zleconych przez administrację rządową (kompetencje ustawowe), jak i z woli samorządu określonych w programie gospodarczym, strategii rozwoju, potrzeb mieszkańców.

Budżet zadaniowy traktowany jest w kategoriach nowoczesnej metody zarządzania finansami publicznymi polegającymi na zadaniowym planowaniu wydatków państwa z uwzględnieniem perspektywy czasowej i powiązanej z celami strategicznymi rządu. W tworzeniu idei budżetu zadaniowego coraz większego znaczenia nabiera ocena osiągniętych rezultatów wydatkowania środków budżetowych za pomocą określonych mierników, systemów kontroli, konieczności dokonywania analizy obszarów ryzyka w zakresie działania jednostki sektora finansów publicznych.

Zakresy informacji podane w budżecie zadaniowym umożliwiają mieszkańcom i inwestorom przeanalizowanie kondycji finansowej samorządu, planowanych inwestycji oraz kosztów funkcjonowania.

Dla oceny jakości i efektywności funkcjonowania budżetu zadaniowego formułuje się cele i mierniki, planuje wydatki powiązane z przyrostem produkcji lub poprawą wyników.

Za cel przygotowania budżetu gminy w układzie zadań przyjmuje się lepsze związanie wydatków z efektami, jakim mają one służyć, co powinno służyć lepszej alokacji zasobów finansowych i rzeczowych i prowadzić do lepszego i bardziej właściwego zaspokojenia potrzeb mieszkańców (społeczności lokalnej).

Podstawą wyznaczania mierników pozwalających na wprowadzanie w życie budżetu zadaniowego jest właściwe wyznaczanie celów, którymi powinny być: • konkretność tzn. precyzyjnie sformułowane; • mierzalność; • akceptowalność; • realistyczność; • określenie w czasie (wyznaczanie przedziałów czasowych).

Skuteczność mierników i wyznaczonych celów powinna opierać się na: adekwatności, czyli być ściśle powiązanych z celami zadania, być akceptowanymi i wiarygodnymi, a także być łatwymi do monitorowania i odpornymi na manipulację.

Budżet zadaniowy obejmuje system planowania, wykonywania i sprawozdawczości, co powoduje, że wydatki przyporządkowuje się

do ściśle określonych zadań; składa się on z zadań formułowanych i kalkulowanych według określonych metod, a planowane wartości są umieszczane w podziałkach klasyfikacji budżetowej i są częścią (budżetem) składającą się z budżetów zadań realizowanych.

W klasyfikacji zadaniowej podziału wydatków dokonuje się według funkcji, zadań, podzadań i działań zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt 5-8 ustawy o finansach publicznych z 27 sierpnia 2009 roku.

Na czele klasyfikacji zadaniowej są umiejscowione funkcje państwa grupując wydatki jednego obszaru działalności państwa.

Wyróżnia się 21 funkcji państwa dotyczących polityk państwa oraz dodatkowo funkcję polegającą na zarządzaniu i obsłudze technicznej i administracyjnej dysponentów.

Do podstawowych funkcji państwa w określonym wymiarze życia społeczeństwa zaliczamy:

- zarządzanie państwem;
- bezpieczeństwo wewnętrzne i porządek publiczny;
- działalność edukacyjna, wychowawcza i opiekuńcza państwa;
- zarządzanie finansami państwa;
- ochrona praw i interesu Skarbu Państwa, koordynacja polityki gospodarczej kraju;
- gospodarka przestrzenna, wspieranie rozwoju budownictwa i mieszkalnictwa;
- kultura fizyczna i sport;
- kultura i ochrona dziedzictwa narodowego;
- nauka polska;
- bezpieczeństwo zewnętrzne i nienaruszalność granic;
- ochrona i poprawa stanu środowiska;
- zabezpieczenie społeczne i wspieranie rodziny;
- rynek pracy;
- polityka zagraniczna;
- sprawy obywatelskie;
- zapewnienie równomiernego rozwoju kraju;
- sprawowanie i wykonywanie wymiaru sprawiedliwości;
- budowa, rozbudowa i utrzymanie infrastruktury transportowej;
- organizacja opieki zdrowotnej i polityka zdrowotna;
- prowadzenie polityki rolnej oraz rybackiej;
- planowanie strategiczne oraz obsługa administracyjna i techniczna.

Z przedstawionych wyżej funkcji wynikają zadania grupując wydatki według celów z zamiarem osiągnięcia określonego ilościowo i jakościowo efektu. Zadania dzieli się według kryterium:

- podmiotowego – poprzez określenie, kto będzie wykonywał daną

funkcję; • funkcjonalności – ustalającego zakres jego wykorzystania; • zadaniowego – wyznaczającego zadania do wykonania.

W strukturze budżetu zadaniowego występują podzadania i działania. Podzadanie to trzeci szczebel klasyfikacji zadaniowej, definiowane, jako grupa działań wyodrębnionych w ramach jednego zadania, a którego realizacja wpływa na osiągnięcie celów określonych na szczeblu zadania.

Działanie w strukturze budżetu zadaniowego to najniższy szczebel w klasyfikacji, a definiując określone działanie jednostka sektora finansów publicznych pokazuje, co ma zamiar uczynić, aby dane zadanie zostało zrealizowane. Dla obywatela jest to bardzo ważne, ponieważ umożliwia analizę funkcji państwa, zapewniając czytelność i przejrzystość katalogu zadań, podzadań i działań wraz z przypisanymi do nich celami i miernikami.

Zmiana jakościowa, jaką jest wprowadzenie budżetu zadaniowego jako efektywnego narzędzia zarządzania pieniędzmi podatników, to element i pomoc w reformowaniu administracji, to stworzenie potencjalnych mechanizmów możliwych do wykorzystania w zarządzaniu w administracji publicznej, to uzyskanie możliwości zapewnienia sobie ciągłego procesu monitorowania i oceny wyników oraz efektywności administracji publicznej.

Jednostki samorządu terytorialnego (JST) wprowadzające budżet zadaniowy stoją przed wieloma wyzwaniem; z jednej strony opracowywanie budżetu w dwóch różnych formach, z drugiej priorytety i hierarchizacja celów, ocena efektywności czy akceptowalność poziomu kosztów.³

Kolejnym problemem dla JST jest ograniczoność dostępnych środków na ich wykonanie, co wymusza konieczność monitorowania wyników i realizowanej na co dzień kontroli.

Kolejnym dowodem zachodzących zmian jakościowych w obszarze efektywności wykorzystanie środków publicznych m.in. poprzez realizację budżetu zadaniowego jest Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 5 lipca 2002 roku ustalającego szczegółowe sposoby

3 M. Podstawka, *Finanse*, Warszawa, WN PWN 2010, s. 148.

i tryb przeprowadzania audytu wewnętrznego.⁴

W Rozporządzeniu akcentuje się rolę i wagę przeprowadzanego audytu wewnętrznego poprzez wskazanie potrzeby dokonania analizy obszarów ryzyka w zakresie działania jednostki sektora finansów publicznych. Szczególnej staranności i sumienności przy przeprowadzaniu audytu oczekuje się przy badaniu celów i zadań badanej jednostki, wewnętrznych i zewnętrznych czynników ryzyka mających wpływ na realizację celów jednostki i rzetelności analizy sprawozdań finansowych i sprawozdań z wykonania budżetu.

W wymienionym akcie prawnym podkreśla się, że wyniki analizy (zadania audytowego) systemu kontroli, w tym kontroli finansowej i zarządzania środkami publicznymi w danym obszarze w postaci sformułowanych na piśmie uwag i wniosków podlegają niezwłocznej realizacji, a audytor wewnętrzny ma prawo do przeprowadzenia czynności sprawdzających ich wykonanie i zastosowanie.

Jednym ze sposobów realizacji tego rodzaju zamierzeń są zmiany, tj. dokonana nowelizacja ustawy o finansach publicznych z 27 sierpnia 2009 roku, wprowadzająca od 1 stycznia 2010 roku obowiązek kontroli zarządczej w jednostkach sektora finansów publicznych, włączając w to jednostki samorządu terytorialnego.

Artykuł 1 wymienionej ustawy określa zasady kontroli zarządczej i audytu wewnętrznego oraz koordynację kontroli zarządczej i audytu wewnętrznego w jednostkach sektora finansów publicznych.⁵

W art. 68 ustawy, kontrolę zarządczą zdefiniowano jako ogół działań podejmowanych dla zapewnienia realizacji celów i zadań w sposób zgodny z prawem, efektywny, oszczędny i terminowy.⁶

Uznano, że celem tej kontroli będzie zespół działań zmierzający do zapewnienia zgodności działalności z przepisami prawa, skuteczności i efektywności działania, procedurami wewnętrznymi, wiarygodności sprawozdań, przestrzegania i promowania zasad

4 Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 5 lipca 2002 roku w sprawie szczegółowego sposobu i trybu przeprowadzania audytu wewnętrznego.

5 Ustawa z 27 sierpnia 2009 roku O finansach publicznych, Dz. Ustaw z 2009 roku, nr 157, poz.1240.

6 Ustawa z 27 sierpnia 2009 roku O finansach publicznych, Dz. Ustaw z 2009 roku, nr 157, poz.1240.

etycznego postępowania, skuteczności przepływu informacji i zarządzania ryzykiem.

Wprowadzenie kontroli, jej skuteczne i efektywne działanie ma zapewnić kierownik jednostki sektora finansów publicznych, a w jednostce samorządu terytorialnego wójt, burmistrz, prezydent miasta.

Jednym z powodów wprowadzenia systemu kontroli zarządczej było uznanie dokonujących się przemian jakościowych, związanych m. in. z wprowadzaniem w życie zasad budżetu zadaniowego, konieczność rozszerzenia pojęcia znaczeniowego i zakresu odpowiedzialności kontroli finansowej w pojęcie szersze, jakim jest system kontroli zarządczej obejmujący swym zasięgiem całość działalności każdej jednostki.

Zgodnie z zapisami ustawy o finansach publicznych do celów kontroli zarządczej należy efektywność i skuteczność przepływu informacji oraz zarządzanie ryzykiem, a wprowadzanie w życie tych dwóch celów prowadzi do zmniejszenia ryzyka nieprawidłowego wykonania budżetu zadaniowego.⁷

Aby zapewnić odpowiednie standardy kontroli zarządczej dla sektora finansów publicznych opracowano pięć podstawowych grup /obszarów/ objętych systemem kontroli zarządczej.⁸

Jednym ze sposobów i pomysłów na lepsze zarządzanie środkami publicznymi jest wykorzystanie doświadczeń z innych obszarów funkcjonowania gospodarki narodowej, a przede wszystkim związanych z działalnością przedsiębiorstwa.

II. Możliwości zastosowania controllingu do zadaniowego zarządzania finansami publicznymi

Od kilkudziesięciu lat istnieje controlling w przedsiębiorstwie, który często jest utożsamiany ze słowem kontrola, ale oznacza w istocie system kierowania, jest określany jako sposób myślenia i działania, narzędzie umożliwiające podejmowanie decyzji ograniczających ryzyko i osiąganie celów zapewniających maksymalnie

⁷ Ustawa z 27 sierpnia 2009 roku O finansach publicznych, Dz.U. z 2009 roku, nr 157, poz.1240, art. 1; 68.

⁸ Komunikat nr 23 Ministra Finansów z dnia 16 grudnia 2009 roku w sprawie standardów kontroli zarządczej dla finansów publicznych.

efektywne wykorzystanie środków, kontynuację działalności, a poprzez racjonalizację działań oczekiwany rozwój jednostki samorządu terytorialnego.

Controlling w przedsiębiorstwie współdziała jako podsystem zarządzania z rachunkowością i kontrolą zarządczą, jest więc ideowo zgodny z brzmieniem art.68 nowelizowanej ustawy o finansach publicznych z sierpnia 2009 roku.⁹

Controlling w finansach publicznych mógłby być uznawany jako instrument kontroli zarządczej, będąc zmieniającym się w czasie i spójnym systemem zarządzania, umożliwiającym stałą ocenę funkcjonujących w JST procedur i procesów. Controlling ułatwiałby, poprzez stałe udoskonalanie się, dostosowywanie się do rozwoju i przemian jakościowych JST.

Budżet zadaniowy charakteryzuje się szerszym zakresem przedmiotowym, obejmuje część sprawnościową, nazywaną częścią zadaniową, co pozwala ujmować budżet w sposób bardziej szczegółowy.

Informacje zawarte w tym budżecie umożliwiają znalezienie odpowiedzi na pytania w rodzaju:

- jakie są cele i służące im nakłady finansowe,
- efekty uzyskane z wydatków publicznych,
- rodzaje mierników zastosowanych do pomiaru skali korzyści,
- stopień wykonania i jego wpływ na gospodarkę,

A na takie pytania poszukuje się odpowiedzi przy wdrażaniu controllingu w przedsiębiorstwie.

W tym przypadku zakres zadań controllingu obejmowałby:

- obszar planowania, a jego części to zadania, podzadania i działania;
- obszar kontroli polegający na porównaniu stanu faktycznego z zamierzeniami połączony z analizą odchyleń,
- obszar kierowania skoncentrowany na przeprowadzaniu działań korygujących.

⁹ B. Kuc, *Zarządzanie doskonale*. Wydawnictwo Menedżerskie PTM, Warszawa 2000.

Aby jednak możliwym było wprowadzenie założeń controllingu do zarządzania finansami publicznymi, w tym w jednostkach samorządu terytorialnego, koniecznym jest zaistnienie warunków, aby te zasady wprowadzić w sposób pełny, świadomy i z przekonaniem o wysokiej efektywności wydatkowania środków publicznych.

- układ zadaniowy wymaga zmian i dostosowania ewidencji i sprawozdawczości finansowej, aby zapewnić prawidłowość podejmowanych decyzji ekonomicznych;
- należy stworzyć system informacyjny stosowny do potrzeb bieżącego i strategicznego planowania;
- zainicjować i realizować proces wprowadzania nowatorskich rozwiązań z zakresu analizy rentowności wymienionych obszarów działania wynikających z wprowadzania budżetu zadaniowego; systemów kalkulacji podporządkowanych analizie krótko- i długookresowej;
- wprowadzić rachunek kosztów bezpośrednich i usprawnić system koordynacji.

Rozważenia wymaga, czy budżet zadaniowy nie powinien być różnicowany ze względu na treść, a za takie uznaje się:

- orientację na cele – powinny to być cele istotne, do zrealizowania w nadchodzącym roku, co wymusza konieczność informowania zainteresowanych o celach. Cele powinny być sformułowane jednoznacznie, a więc skwantyfikowane, o ile możliwe przedstawione w formie wskaźników, aby można je było poddać następnie analizie wskaźnikowej;
- orientację na przyszłość – wymaga uwzględnienia zmieniających się w czasie koncepcji, narzędzi i instrumentów wynikających z osiągnięć nauki, przewartościowań decydentów politycznych, wypełniania przez finanse publiczne inaczej rozumianych funkcji politycznych, społecznych i socjalnych;
- orientację na rynek i inne zagrożenia – wynikają one z dynamiczności zdarzeń, mogą spowodować obciążenie (zakłócenie

dla funkcjonowania) i źródło problemów. Stąd w budżecie zadaniowym należy skoncentrować się i ukierunkować się na produkt lub proces, a możliwe jest to poprzez ograniczenie liczby wariantów do wykonania, pozwalające zredukować koszty i w ten sposób zapewnić efektywność działania;

- orientację na klienta – wprowadzając w życie zasady budżetu zadaniowego i wykorzystując do tego elementy wiedzy controllingu należy pamiętać, że tego typu działania są wykonywane na rzecz społeczeństwa, społeczności lokalnej ze środków, które zostały zebrane z naszych podatków.

Polskie finanse publiczne znajdują się w przejściowym okresie wdrożeniowym, za negatywne cechy tego okresu należy uznać wydłużanie horyzontu czasowego przemian wprowadzania budżetu zadaniowego, a także niestabilność polityczną.

Działania tego typu powinny być nastawione na zadowolenie klientów (społeczeństwa, społeczności lokalnej), a może nawet osiągnięcie ich optymalnego zadowolenia. Należy pamiętać o różnych rodzajach odpowiedzialności demokratycznej np. przedmiotowej, czyli zobowiązania do realizacji postawionych celów; odpowiedzialności demokratycznej podmiotowej, poprzez dokonywanie oceny przez innych (odwołanie z zajmowanych stanowisk, nie wybranie na kolejną kadencję itd.) i odpowiedzialności demokratycznej czasowej, sprowadzającej się do konieczności uzasadnienia swojego działania.

Dodatkowym zakresem działania oddziaływującym na efektywność budżetu zadaniowego i argumentem na rzecz jego wprowadzenia jest ewentualność w ramach controllingu wprowadzenia jego najbardziej efektywnej i skutecznej formy, to jest controllingu operacyjnego. Jego sens polega na tym, że w krótkim okresie czasu pozwala on na przetwarzanie sygnałów umożliwiających dokonywanie działań regulacyjnych, zachowanie równowagi budżetowej, ekonomicznej, efektywnościowej, poprzez zarządzanie projektami jako całością przy uwzględnianiu kompleksowości działania.

Jeszcze innym sposobem wzbogacenia działań wykonywanych w ramach realizowanego budżetu zadaniowego i poprawienia jego efektywności jest wykorzystanie założeń controllingu strategicznego, w którym uznaje się (w ramach otrzymanego zadania, podzadania, działania) niezbędność dokonania podziału i ustalenia celów tzw. strategicznych; podziału celów na etapy; określenie metod i narzędzi realizacji celów; kontroli osiągnięcia celów w poszczególnych etapach; ustalenia odchyłeń od założonych wielkości lub stanów, a na koniec obserwacja i badanie realności celów w poszczególnych etapach i ewentualnie dostosowanie do aktualnych warunków, co może powodować zmianę kierunków działania.

Zaprezentowane powyżej rozważania i próby przeniesienia na grunt finansów publicznych funkcji zarządzania jaką jest controlling wiążą się nierozzerwalnie z przemianami jakościowymi dokonanymi w innej części gospodarki narodowej, a które mogą i być powinny przeniesione na grunt zarządzania finansami publicznym, szczególnie w obszarze budżetu zadaniowego traktowanego jako jedna z metod racjonalizacji wydatków.

Należy ciągle pamiętać, że chodzi o pieniądze zebrane z podatków, a działania jednostek sektora finansów publicznych i jednostek samorządu terytorialnego to instytucje o charakterze służebnym wobec społeczeństwa.

Jednostki samorządu terytorialnego wykonując zadania zlecone poprzez budżet państwa i realizując własne zadania inwestycyjne są zobowiązane do:

- przygotowywania analiz i ocen wspierających proces decyzyjny danej instytucji/ organu/ w uzgodnionym zakresie lub na bazie aktualnego zapotrzebowania;
- współdziałania w tworzeniu systemów zarządzania ryzykami zagrożającymi wykonaniu zadań i wspomaganie w implementacji tych ryzyk w codziennej działalności;
- systematycznego monitorowania i raportowania do odpowied-

nich organów o poziomie lub zgodności ryzyka wynikającego z realizacji poszczególnych zadań z limitami uzyskanymi lub ogólnymi;

- zbierania, uzgadniania i dostarczania informacji w postaci zdefiniowanych raportów dla różnego szczebla instytucji nadzorujących, aby poprzez zarządzanie zintegrowaną informacją zbiorczą wspomagać i koordynować tworzenie planów finansowych (całościowych i częściowych) z zamiarem ustalania przyczyn rozbieżności i podejmowania odpowiednich działań.

Zakończenie

Analiza funkcjonowania budżetu zadaniowego jako jednej z metod racjonalizacji wydatków z przychodów państwa, których główną część stanowią podatki, dowodzi aktualności problemów, a właściwe wykorzystanie tych przychodów jest rozstrzygające dla bytu i przetrwania jednostek finansów publicznych i jednostek samorządu terytorialnego.

Zmieniająca się rzeczywistość gospodarcza, zagrożenia zewnętrzne (płynące z zagranicy) i wewnętrzne, wynikające z realizowanej polityki finansów publicznych, polityki gospodarczej, polityki pieniężnej, polityki społecznej, czynią zasadnym i koniecznym poszukiwanie rozwiązań, również z innych dziedzin, analiz i badań charakteru interdyscyplinarnego.

Przetwarzanie i dostosowywanie rozwiązań z zakresu zarządzania i próby ich implementacji do zarządzania finansami publicznymi. są konieczne dla ich bytu i przetrwania, i wskazują na zagrożenia jakie niesie rzeczywistość gospodarcza, zagrożenia zewnętrzne (w tym płynące z zagranicy) i wewnętrzne, wynikające z uwarunkowań narodowych.

Wprowadzenie controllingu (w pełni, w części, tylko w niektórych obszarach) jako funkcji zarządzania, jednego z instrumentów do właściwego i wysoce skutecznego i efektywnego wykonywania zadań finansowych poprzez nasze podatki jest jednym z pomysłów

wypełniania funkcji politycznych, społecznych i socjalnych przez finanse publiczne w sposób pełny i właściwy.

Bibliografia

- Bakalarska B., *Sprawozdawczość budżetowa*, Wydawnictwo C.H.Beck Warszawa 2012.
- Będzieszak M. *Budżet zadaniowy – zasady funkcjonowania oraz koncepcja wdrażania*, Akademia Finansów i Rachunkowości, Warszawa 2011.
- Borowiec L., *Controlling w realizacji usług publicznych gminy*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2007.
- Budżet zadaniowy*, Centrum Administracji i Biznesu, Wrocław 2010.
- Ciesielski J. *Budżet zadaniowy*, Polska Akademia Rachunkowości, Warszawa 2012.
- Dylewski M., *Planowanie budżetowe w podsektorze samorządowym. Uwarunkowania, procedury, modele*, Difin, Warszawa 2007.
- Jarzębska M., *Finanse jednostek samorządu terytorialnego*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.
- Kuc B., *Zarządzanie doskonale*, Wydawnictwo Menedżerskie PTM, Warszawa 2000.
- Lubińska T., *Kierunki modernizacji zarządzania w jednostkach samorządu terytorialnego*, Difin, Warszawa 2011.
- Lubińska T., *Nowe Zarządzanie Publiczne – skuteczność i efektywność. Budżet zadaniowy w Polsce*, Difin, Warszawa 2009.
- Owsiak S., *Nowe zarządzanie finansami publicznymi w warunkach kryzysu*, PWE, Warszawa 2011.
- Podstawka M., *Finanse*, Warszawa, WN PWN 2010.
- Postuła M., Perczyński P., *Wdrażanie budżetu zadaniowego*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2009.

Ireneusz Badowski*

*** Dr Ireneusz Badowski, wykładowca we Wszechnicy Polskiej Szkole Wyższej w Warszawie.**

Olgierd Sielewicz

Rzetelny i odpowiedzialny biznes w kontekście zmian w ustawie Prawo zamówień publicznych. Kryteria społeczne i środowiskowe

Streszczenie

W niniejszym artykule omówiono społeczną odpowiedzialność biznesu według regulacji prawa zamówień publicznych. Odpowiedzialność ta jest określana poprzez obowiązki i wymagania Zamawiającego, sformułowane w dokumentach zamówieniowych.

Klauzule społeczne w zamówieniach publicznych dotyczą:

- zamówień zastrzeżonych,
- zastrzeżonych usług społecznych,
- społecznych przesłanek wykluczenia,
- wymagań związanych z realizacją zamówienia,
- pozacenowych kryteriów oceny o charakterze społecznym (np. badanie ofert pod względem rażąco niskiej ceny).

Końcowy wniosek jest podkreśleniem faktu, że kryteria społeczne i środowiskowe zawarte w prawie zamówień publicznych, zwane klauzulami społecznymi, mają być środkiem do osiągnięcia celów społecznych, a nie celem samym w sobie.

Słowa kluczowe

Zamówienia publiczne, prawo zamówień publicznych, klauzule społeczne, społeczna odpowiedzialność biznesu.

Summary

In the paper social responsibility of the business according to the Public Procurement Law regulation was described. This

responsability is defined by the obligations and requirements of the ordering party, formulated in ordering documents.

Social clauses in government procurement relate to:

- stipulated orders (reserved, restricted),
- (stipulated) reserved social services,
- social reasons of exclusion,
- requirements related to order realisation,
- non-price social evaluation criteria (eg. significantly low offers controlling).

The final conclusion is that social and environmental criteria from the Public Procurement Law (social clauses) should be the tool for gaining social targets.

Keywords

Government procurement, Public Procurement Law, social clauses, social responsibility of business.

1. **Spółeczna odpowiedzialność biznesu** – identyfikowana w regulacjach Prawa zamówień publicznych – jest określona przez obowiązki i możliwości regulacyjne Zamawiającego. Wykonawca ma wykonać to, czego wymaga Zamawiający, formułując owe wymagania w dokumentach zamówieniowych.
2. **Cele i zasady zamówień publicznych w Polsce** wynikają wprost z podstawowego celu prawa europejskiego, którym jest zapewnienie swobodnego dostępu do zamówień na terenie całej UE, czyli implementacja swobód traktatowych:
 - swoboda przepływu towarów,
 - swoboda przedsiębiorczości,
 - swoboda świadczenia usług.

W nowej dyrektywie klasycznej (2014/24/UE) czytamy: „Zamówienia publiczne są instrumentem dla osiągnięcia inteligentnego, trwałego wzrostu gospodarczego sprzyjającego włączeniu społecznemu przy jednoczesnym zagwarantowaniu najbardziej

efektywnego wykorzystania środków publicznych.”

Od początku funkcjonowania systemu zamówień publicznych w Polsce określone są dwie kategorie celów:

- efektywne i racjonalne wydatkowanie środków,
- przeciwdziałanie zjawiskom negatywnym.

Już w 2008 r. rząd przyjął dokument „Nowe podejście do zamówień publicznych – zamówienia publiczne a małe i średnie przedsiębiorstwa, innowacje i zrównoważony rozwój”, gdzie:

- wskazano na potrzebę:
- troski o środowisko (zielone zamówienia publiczne),
- stosowania klauzul społecznych,
- wspierania MSP,
- wspierania innowacyjności,
- elektronicznej zamówień publicznych.

3. Klauzule społeczne w zamówieniach publicznych charakteryzują się tym, że celem ich stosowania nie jest maksymalizacja zysku (efekt ekonomiczny), lecz uwzględnienie problemów społecznych, również kosztem większych wydatków.

Klauzule te mogą przybierać różną postać.

3.1. Zamówienia zastrzeżone

Jest to możliwość zastrzegania zamówień dla zakładów pracy chronionej lub wykonawców (ich jednostek), których głównym celem jest społeczna i zawodowa integracja osób będących członkami grup społecznie marginalizowanych, tj. zatrudniająco najmniej 30% osób z takich grup:

- niepełnosprawnych,
- bezrobotnych,
- pozbawionych wolności lub zwolnionych z zakładów karnych,
- z zaburzeniami psychicznymi,
- bezdomnych,
- uchodźców,

- do 30 roku życia oraz po ukończeniu 50 roku życia, posiadających status osoby poszukującej pracy,
- będących członkami mniejszości znajdujące się w niekorzystnej sytuacji, a w szczególności będących członkami mniejszości narodowych i etnicznych.

3.2. Zastrzeżone usługi społeczne

W ustawie wprowadzono pojęcie usług społecznych, przy zamówieniu których stosuje się szereg wyłączeń (art. 138g, 138t).

Usługi społeczne obejmują:

- usługi zdrowotne, społeczne i pokrewne,
- usługi administracyjne w zakresie edukacji, opieki zdrowotnej i kultury,
- świadczenia społeczne,
- inne usługi komunalne, socjalne i osobiste świadczone przez związki zawodowe, organizacje polityczne, stowarzyszenia młodzieżowe i inne usługi świadczone przez organizacje członkowskie,
- usługi religijne,
- usługi hotelowe i restauracyjne,
- usługi prawnicze (nie wyłączone),
- inne usługi administracyjne i rządowe,
- świadczenie usług na rzecz społeczności,
- usługi w zakresie więziennictwa, bezpieczeństwa publicznego i ratownictwa, o ile nie są wyłączone,
- usługi detektywistyczne i ochroniarskie,
- usługi międzynarodowe,
- usługi pocztowe,
- usługi różne (np. kowalskie).

3.3. Społeczne przesłanki wykluczenia

Obligatoryjne – należy wykluczyć

- wykonawcę, wobec którego wydano prawomocny wyrok sądu lub ostateczną decyzję administracyjną o zaleganiu z uiszczeniem podatków lub składek na ubezpieczenie społeczne lub zdrowotne.

Fakultatywne – można wykluczyć

- wykonawcę (członka organu, współnika, prokurenta), którego prawomocnie skazano za wykroczenie przeciwko prawom pracownika lub wykroczenie przeciwko środowisku, jeżeli za jego popełnienie wymierzono karę aresztu, ograniczenia wolności lub karę grzywny nie niższą niż 3000 zł;
- wykonawcę, wobec którego wydano ostateczną decyzję administracyjną o naruszenie obowiązków wynikających z prawa pracy, prawa ochrony środowiska lub przepisy o zabezpieczeniu społecznym, jeżeli wymierzono tą decyzją karę pieniężną nie niższą niż 3000 zł;
- wykonawcę, który naruszył obowiązki dotyczące płatności podatków, opłat lub składek na ubezpieczenia społeczne lub zdrowotne (co zamawiający jest w stanie wykazać za pomocą stosownych środków dowodowych) chyba, że wykonawca dokonał płatności należnych podatków, opłat lub składek wraz z odsetkami lub grzywnami lub zawarł wiążące porozumienie w sprawie spłaty tych należności;
- na gruncie prawa unijnego (Dyrektywa 2004/18/WE) przesłanki wykluczenia o charakterze społecznym określone w art. 45 ust. 2 pkt c i d wskazują, że można wykluczyć wykonawcę, który został skazany prawomocnym wyrokiem, zgodnie z krajowymi przepisami, za przestępstwo związane z jego działalnością zawodową lub jest winny poważnego wykroczenia zawodowego. Przestępstwa te mogą obejmować naruszenia wymagań ustawowych w zakresie bezpieczeństwa i higieny pracy.

3.4. Społeczne warunki udziału w postępowaniu mogą być uwzględniane w ramach kryteriów dotyczących zdolności technicznych i zawodowych, określając w nich aspekty techniczne

tylko wtedy, gdy wymagania o charakterze społecznym stawiane wykonawcom są konieczne do prawidłowej realizacji przedmiotu zamówienia. Nie mogą tu zostać ujęte wymagania dotyczące zatrudnienia osób, szczególnie z tzw. grup zagrożonych wykluczeniem społecznym.

W przypadku, gdy zamawiający zamierza wspomagać zatrudnienie osób z grup zagrożonych wykluczeniem społecznym, taki warunek może stanowić dodatkowy warunek realizacji zamówienia o charakterze społecznym, a nie jako warunek kwalifikacji podmiotowej (orzeczenie TSUE w sprawie C-31/87 Beentjes). Zamawiający może określić warunek udziału w postępowaniu odnoszącym się do średniorocznego zatrudnienia.

Może żądać:

- Oświadczenia nt. wielkości średniego rocznego zatrudnienia u wykonawcy usług robót budowlanych oraz liczebności personelu kierowniczego w okresie ostatnich 3 lat przed upływem składania ofert albo wniosków o dopuszczenie do udziału w postępowaniu, a w przypadku gdy okres prowadzenia działalności jest krótszy – w tym okresie (Rozporządzenie w sprawie rodzajów dokumentów, jakich może żądać zamawiający od wykonawcy w postępowaniu o udzielenie zamówienia § 1 ust. 1 pkt. 6).

Oświadczenie to pozwala stawiać warunek udziału w postępowaniu określającym średnie zatrudnienie i liczebność personelu kierowniczego. Są to cechy określające wielkość i możliwości organizacyjne wykonawcy, pozwalające zamawiającemu wyodrębnić wykonawców o stabilnej pozycji.

Taki warunek jest zachętą do zatrudnienia pracowników zgodnie z przepisami prawa pracy, co może pośrednio wpłynąć na jakość świadczonych usług lub robót budowlanych.

3.5. Wymagania związane z realizacją zamówienia

Spoleczne warunki realizacji zamówienia muszą odnosić się

konkretnie do realizacji przedmiotu danego zamówienia, a nie realizacji ogólnej polityki wykonawcy.

W przypadku zamówień na roboty budowlane zamawiający określa w opisie przedmiotu zamówienia wymagane cechy materiału, produktu lub usługi odpowiadające przeznaczeniu, a w szczególności:

- wymaga, adekwatnie do przedmiotu zamówienia, dostosowania projektu do potrzeb wszystkich użytkowników, w tym dostępności dla osób niepełnosprawnych.

Zgodnie z art. 5 ust. 1 pkt 4 Prawa budowlanego obiekt budowlany należy projektować i budować w sposób określony w przepisach, w tym techniczno-budowlanych, oraz zgodnie z zasadami wiedzy technicznej, zapewniając niezbędne warunki do korzystania z obiektów użyteczności publicznej i mieszkaniowego budownictwa wielorodzinnego przez osoby niepełnosprawne, a w szczególności poruszające się na wózkach inwalidzkich.

Zamawiający w opisie przedmiotu zamówienia może wymagać:

- określonych poziomów oddziaływania na środowisko i klimat,
- certyfikatu zgodności albo deklaracji zgodności,
- określonej wydajności, bezpieczeństwa lub wymiarów, w tym procedur dotyczących zapewnienia jakości,
- procesów i metod produkcji na każdym etapie cyklu życia obiektów budowlanych,
- warunków testowania, kontroli i odbioru obiektów budowlanych,
- metod i technik budowy,
- wszelkich pozostałych warunków technicznych.

W art. 29 ust. 3a ustawy Prawo zamówień publicznych czytamy: „Zamawiający określa w opisie przedmiotu zamówienia na usługi i roboty budowlane wymagania zatrudnienia przez wykonawcę lub podwykonawcę na podstawie umowy o pracę osób wykonujących wskazane przez zamawiającego czynności w zakresie realizacji

zamówienia, jeżeli wykonanie tych czynności polega na wykonaniu pracy w sposób określony w art. 22 §1 ustawy z dnia 26 czerwca 1974 r. – Kodeks pracy (Dz.U. z 2014 r. poz. 1502 z późn. zm.)”

Zaś art. 29 ust. 4 stanowi:

„4. Zamawiający może określić w opisie przedmiotu zamówienia wymagania związane z realizacją zamówienia, które mogą obejmować aspekty gospodarcze, środowiskowe, społeczne, związane z innowacyjnością lub zatrudnieniem, w szczególności dotyczące zatrudnienia:

- bezrobotnych w rozumieniu ustawy z dnia 20 kwietnia 2004 r. o promocji zatrudnienia i instytucjach rynku pracy;
- młodocianych, o których mowa w przepisach prawa pracy, w celu przygotowania zawodowego;
- osób niepełnosprawnych w rozumieniu ustawy z dnia 27 sierpnia 1997 r. o rehabilitacji zawodowej i społecznej oraz zatrudnianiu osób niepełnosprawnych;
- innych osób niż określone w pkt. 1, 2 lub 3, o których mowa w ustawie z dnia 13 czerwca 2003 r. o zatrudnieniu socjalnym (Dz.U. z 2011 r. poz. 225 i 1211 oraz z 2015 r. poz. 1220 i 1567) lub we właściwych przepisach państw członkowskich Unii Europejskiej lub Europejskiego Obszaru Gospodarczego” (EOG).

3.6. Pozacenowe kryteria oceny ofert o charakterze społecznym

Z ustawy Pzp (art. 91 ust. 2) wynika, że kryteriami oceny ofert są cena lub koszt, albo cena i koszt i inne kryteria odnoszące się do przedmiotu zamówienia, a w szczególności:

- jakość, w tym parametry techniczne, właściwości estetyczne i funkcjonalne,
- aspekty społeczne, w tym integracja zawodowa i społeczna osób, dostępność dla osób niepełnosprawnych lub uwzględnienie potrzeb użytkowników,
- aspekty środowiskowe, w tym efektywność energetyczna przedmiotu zamówienia,

- aspekty innowacyjne,
- organizacja, kwalifikacje zawodowe i doświadczenie osób wyznaczonych do realizacji, jeśli mają znaczący wpływ na jakość wykonania zamówienia,
- serwis posprzedażny oraz pomoc techniczna, warunki dostawy, takie jak: termin dostawy, sposób dostawy oraz czas dostawy lub okres realizacji.

Warto zwrócić uwagę, że przyjmując kryteria kosztu, można je określić z wykorzystaniem warunków kosztów cyklu życia, zaś rachunek ten może obejmować w szczególności koszty:

- 1) poniesienia przez zamawiającego lub innych użytkowników, związane z:
 - nabyciem,
 - użytkowaniem, w szczególności zużycia energii i innych zasobów,
 - utrzymaniem,
 - wycofaniem z eksploatacji, w szczególności koszty zbierania i recyklingu;
- 2) przypisywane ekologicznym efektom zewnętrznym, związane z cyklem życia produktu, usługi lub robót budowlanych, dotyczące emisji gazów cieplarnianych i innych zanieczyszczeń lub inne związane z łagodzeniem klimatu, o ile ich wartość pieniężną można określić i zweryfikować.

Osobną kwestią – mającą społeczny aspekt – jest badanie pod względem rażąco niskiej ceny zgodności oferty z obowiązującymi przepisami, dotyczącymi ochrony zatrudnienia i warunków pracy, a także miejsca, w którym roboty budowlane, usługi lub dostawy te mają być realizowane (art. 55 ust. 1 pkt d Dyrektywy 2004/18/WE).

W prawie zamówień publicznych (art. 90 ust. 1):

„Jeżeli cena oferty wydaje się rażąco niska (...) zamawiający zwraca się o udzielenie wyjaśnień, w tym złożenie dowodów, dotyczących elementów oferty, mających wpływ na wysokość ceny,

w szczególności w zakresie (...) kosztów pracy, których wartość przyjęta do ustalenia ceny nie może być niższa od minimalnego wynagrodzenia za pracę ustalonego na podstawie (...) ustawy o minimalnym wynagrodzeniu za pracę.”

W społecznych warunkach realizacji zamówienia zamawiający może poinformować wykonawcę o powszechnie obowiązujących w miejscu wykonania zamówienia przepisach z zakresu bezpieczeństwa i higieny pracy oraz zobowiązać wykonawcę do ich przestrzegania i uwzględnienia zobowiązań z nich wynikających przy kalkulacji ceny ofertowej. Jednym z nich jest dostarczana w ramach dokumentacji projektowej obowiązująca informacja dotycząca bezpieczeństwa i ochrony zdrowia – bioz.

Wykonawca mający realizować zamówienie przed przystąpieniem do wykonywania robót przedstawia „plan bioz”, obejmujący ich wykonanie z poszanowaniem bezpieczeństwa i higieny pracy.

Podsumowanie

Przedstawione powyżej kryteria społeczne i środowiskowe zawarte w naszym prawie zamówień publicznych, powiązane z innymi regulacjami prawnymi, ogólnie zwane klauzulami społecznymi, mają być środkiem do osiągnięcia celów społecznych, a nie celem samym w sobie.

Z uwagi na uchwalenie niektórych z nich w nieodległym czasie, ich stosowalność będzie potrzebowała okresu praktyki, oprzyrządowania metodologicznego (np. koszt życia obiektu), czy wręcz przebicie się dobrych praktyk wśród zamawiających.

Olgiere Sielewicz*

*** Dr inż. Olgiere Sielewicz, wykładowca we Wszechnicy Polskiej Szkole Wyższej w Warszawie.**

Eligiusz W. Nowakowski

Koszt kapitału w teorii i praktyce

Streszczenie

Autor przedstawia zmieniającą się rolę menedżera finansowego w sytuacji polskich przedsiębiorstw w czasie transformacji systemowej. W systemie gospodarki centralnie sterowanej nie występowało faktycznie zjawisko hamulca pieniężnego. Tak zwane słuszne społecznie decyzje były podejmowane bez uwzględnienia zarówno efektów, jak i kosztu pozyskania kapitału. W początkowych latach transformacji rozwój przedsiębiorstw następował przede wszystkim poprzez wykorzystanie własnego kapitału. Spowodowane to było między innymi bardzo wysokimi stopami procentowymi. W kolejnych latach rola finansowania kredytem rosła, co może wskazywać na uwzględnianie w rozwoju tańszego źródła finansowania, jakim jest kredyt. Jednakże w praktyce przedsiębiorstw koszt kapitału firmy nie jest w dalszym ciągu wykorzystywany do oceny efektywności inwestycji.

Słowa kluczowe

Koszt kapitału, wartość obecna netto, zarządzanie finansowe, efektywność inwestycji, rynek kapitałowy, ryzyko, stopa zwrotu.

Summary

The article presents the changing role of financial manager in the situation of Polish companies during the system transformation. In the system of centrally planned economy there was no real monetary brake. Money was available to state-owned enterprises. So-called socially justified decisions

were made without taking into account both the effectiveness and cost of raising capital. In the early nineties – beginning of transformation, the development of enterprises was primarily through the use of own capital. There were many reasons, and the very high interest rates were very significant factor for private entrepreneurs to finance their activity with equity only.. In the next years, the role of other sources of financing increased, a.o. credit financing. It may indicate that they were looking for cheaper capital, such as credit. However, in business practice, the cost of capital is still not used to assess the effectiveness of the investment.

Keywords

cost of capital, net present value, financial management, investment efficiency, capital market, risk, return rate.

Rola menedżera finansowego

Gospodarka rynkowa stawia szereg wyzwań przed zarządzającymi finansami przedsiębiorstw. We współczesnych przedsiębiorstwach menedżer finansowy – rozumiany bardziej jako skarbnik, lub coraz częściej określany z angielskiego mianem *treasurer*, czy CFO, jest pośrednikiem pomiędzy osobami wewnątrz przedsiębiorstwa decydującymi o podejmowaniu decyzji materialnych, a rynkiem kapitałowym. Ta rola wyróżnia go od tradycyjnej roli księgowego, znów z angielska określanego coraz częściej jako *controller*. W naszym tradycyjnym rozumieniu ten drugi to główny księgowy, którego zadania rozszerzone zostały o budżetowanie.

Menedżer finansowy staje się odpowiedzialny za znalezienie finansowania, a przynajmniej za rozważenie możliwych źródeł zasilania finansowego i to takiego, które potrafi rozważaną inwestycję materialną uczynić efektywną w rozumieniu zwiększenia wartości obecnej netto udziałowców. Oznacza to szukanie takich źródeł finansowania, które analizowane projekty inwestycyjne uczynią projektami z dodatnią wartością obecną netto.

Przy wykorzystaniu metody dyskontowej do obliczenia wartości obecnej przyszłych strumieni pieniądza, zasadnicze znaczenie ma koszt kapitału. Oczywiście koszt kapitału własnego jest najwyższy, a jego wykorzystanie może być konieczne na nieefektywnym rynku kapitałowym. Zwykle na początku działalności gospodarczej podstawowym źródłem finansowania jest kapitał własny. Źródło to jest zwykle rozpatrywane na początku rozwoju przedsiębiorstwa, kiedy jeszcze znajduje się w fazie *start-up*. Później zaczynają być dostępne inne źródła finansowania, które zwykle są znacznie tańsze od kapitału własnego. I chociaż zgodnie z teorią modelu Modiglianiego Muellera struktura źródeł finansowania jest nieistotna, to model ten wymaga spełnienia takich założeń, które nie są możliwe w okresie transformacji.

W przypadku powodzenia w realizacji inwestycji materialnych, zwykle projekt generuje kapitał zarówno dla przedsiębiorstwa w formie zysków zatrzymanych, jak i zasila konta właścicieli strumieniem dywidend. Już te uwagi pokazują, że rola menedżera finansowego jest kluczową rolą zarządczą w przedsiębiorstwie. Prawidłowa wycena kosztu kapitału pozwala uniknąć inwestycji materialnych z ujemną wartością obecną netto, a szukanie taniego finansowania daje gwarancję generowania środków na dalszy rozwój.

W praktyce rozwoju gospodarki rynkowej w Polsce, nawet w ostatnich latach, finansowanie najdroższym kapitałem – kapitałem własnym – stało się pewną formą rytuału. Z prowadzonych rozmów z przedsiębiorcami wynika, że unikają oni ryzyka przede wszystkim poprzez finansowanie własnymi środkami. Kapitały własne w finansowaniu przedsiębiorstw rosły w latach 2005-2010, jak pokazuje **Tabela 1**, w tempie około 13% rocznie. W stosunku do roku 2010 wielkość kapitałów własnych w 2015 roku wzrosła o 250%.

Tabela 1. Kapitały (fundusze) własne przedsiębiorstw (w mln PLN)

Rok	Kapitały własne ogółem	Kapitały podstawowe	Kapitały (fundusze) zapasowe	Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	Zysk (strata) netto roku obrotowego
2006	355 334	157 468	122 518	22 981	46 703
2007	456 386	214 837	152 774	28 726	57 235
2008	469 819	225 865	170 894	40 604	34 838
2009	510 917	235 953	184 972	47 402	48 024
2010	559 536	243 461	200 410	54 991	60 173
2015	1 395 983	637 325	557 464	149 057	99 476

Źródło: *Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2010 roku*, GUS, Warszawa, 2011, Tab. 12, *Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych 2015*, GUS, Warszawa 2015, Tab. 13.

W tym samym czasie finansowanie zobowiązaniami długookresowymi – co pokazuje **Tabela 2** –rosło średniorocznie poniżej 9%, a kredytami przekroczyło zaledwie 10%. Ale porównując rok 2015 do roku 2010 zauważamy zdecydowaną zmianę trendu, gdyż zobowiązania w tym czasie wzrosły o 320%, co oznacza, że finansowanie zobowiązaniami rośnie szybciej niż kapitałem własnym.

Tabela 2. Zobowiązania długoterminowe i rezerwy na zobowiązania (w mln PLN)

Rok	Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania ogółem	Rezerwy na zobowiązania	Zobowiązania długoterminowe	W tym:	
				kredyty i pożyczki	z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych
2006	322 967	33 965	66 722	51 784	1 798
2007	359 966	39 078	72 751	53 433	4 062
2008	421 026	46 086	80 365	58 439	2 786
2009	414 452	47 016	97 047	71 452	2 455
2010	449 180	51 190	98 566	68 131	2 790
2015	1 430 709	103 990	443 237	309 537	74 427

Źródło: *Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2010 roku*, GUS, Warszawa, 2011, Tab. 15, *Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych 2015*, GUS, Warszawa 2015, Tab. 13.

W latach 2005 do 2010 finansowanie działalności krótkoterminowej rosło w średnim tempie 8%, a finansowanie bieżącej działalności z kredytów krótkoterminowych rosło zupełnie nieznacznie, gdyż średnioroczne tempo wzrostu tego źródła finansowania nie przekroczyło 3%.

Jednak pomiędzy rokiem 2010 a 2015 nastąpiła zasadnicza zmiana. Zobowiązania krótkoterminowe przyrosły o 280%, Większą rolę zaczęły odgrywać kredyty i pożyczki, które wzrosły o 320%. Przedsiębiorcy w tym czasie odkryli nowy instrument, jakim stały się papiery dłużne. Ta forma finansowania zwiększyła aż dwunastokrotnie swój udział w finansowaniu. Najniższy wzrost zanotowały zobowiązania krótkookresowe w stosunku do dostawców i usługodawców. W tym przypadku przyrost wyniósł niespełna 250%. Wskazuje to na większą siłę dostawców, którzy nie pozwalali na wydłużanie okresu regulacji zobowiązań z tytułu dostaw i usług. Ilustruje to **Tabela 3**.

Tabela 3. Zobowiązania krótkoterminowe (w mln PLN)

Rok	Zobowiązania krótkoterminowe	W tym:		
		Kredyty i pożyczki	z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	z tytułu dostaw i usług
2006	196 514	51 328	1 109	101 288
2007	221 519	58 793	1 969	113 563
2008	263 411	71 130	2 623	119 011
2009	237 769	53 026	1 563	120 443
2010	262 545	53 450	2 192	135 260
2015	741 736	183 080	26 636	347 151

1. **Źródło:** *Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2010 roku*, GUS, Warszawa, 2011, Tab. 15, *Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych 2015*, GUS, Warszawa 2015, Tab. 13.

Powyższe obserwacje prowadzą do wniosku, który brzmi: koszt kapitału w Polsce w ciągu pierwszych dwudziestu lat pozostawał wysoki ze względu na znaczący udział kapitału własnego. Jednak ze względu na wysoki poziom oprocentowania przedsiębiorcy przed-

ładali kapitał własny nad kapitał obcy. Dominował kapitał własny, który będąc najdroższym źródłem finansowania, stanowił o niższej efektywności gospodarki i niższej od potencjalnej stopy wzrostu gospodarczego. Dopiero po dwudziestu latach zaczęto zwracać uwagę na inne źródła finansowania. Sprzyjało temu niewątpliwie stosowanie „zerowych” stóp procentowych przez bank centralny.

Koszt kapitału w teorii finansów korporacji

Zgodnie z teorią finansów korporacji, można stwierdzić, że koszt kapitału jest podstawową kategorią w gospodarce rynkowej. Podejmowanie decyzji gospodarczych, zwłaszcza dotyczących dużych projektów inwestycyjnych, musi opierać się na wysokości kosztu kapitału¹. Rozwój teorii finansów korporacji w drugiej połowie dwudziestego wieku wynikał w znacznym stopniu z dążenia do rozpoznania kosztu kapitału. Dzięki temu powstała spójna teoria tego zagadnienia². Jednym z najważniejszych postępów uczynionych ostatnio w teorii finansów korporacji jest użycie miar ryzyka w określaniu stopy dyskontowej czy też wymaganej stopy zwrotu z projektów kapitałowych.

Teoria finansów korporacji rozwinęła się w kierunku szacowania kosztu kapitału jako funkcji ryzyka. Coraz częściej obok dotychczasowych funkcji rynku kapitałowego uważa się, że należy do nich właśnie funkcja dostawcy wiedzy o koszcie kapitału³. Dostyc oczywiście dzięki temu stało się stwierdzenie, że inwestycje mogą być dokonane tylko wówczas, gdy oczekiwany zwrot zrekompensuje ryzyko tkwiące w projekcie. Koszt kapitału, będąc funkcją ryzyka projektu, jest dostarczany przez rynek finansowy.

Oczywiście wraz ze wzrostem ryzyka wzrasta również oczekiwany przez inwestorów zwrot z zainwestowanego kapitału. Zrozumienie tej zależności jest podstawowym elementem dla menedżerów i planistów w korporacjach⁴. Wynika to z prostego faktu,

1 Por. np. H. Johnson, *Koszt kapitału, Klucz do wartości firmy*, K.E. Liber, Warszawa, 2000, s. XI.

2 Por. E. Dimson, P. Marsh, *Calculating the Cost of Capital*, Pergamon Press, 1994, s. 112-118.

3 Por. E.W. Nowakowski, *Krótką sprzedaż a efektywność rynku kapitałowego*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, 2010, s. 60 i następn.

4 Por. np. R. G. Bowman, *Report on Appropriate Weighted Average Cost of Capital for the Services Provided over the Can*, 2007, s. 5.

jakim jest zrozumienie, że dzisiejszy stan firm jest efektem decyzji przeszłych. Decyzji, które z jednej strony dotyczyły inwestycji materialnych a z drugiej strony dotyczyły sposobu ich finansowania. Podobnie przyszłość zależy od decyzji dzisiejszych. Z finansowego punktu widzenia proces decyzyjny, będący regularnym procesem pracy menadżera finansowego, uwzględnia pytanie o to, czy wartość firmy po wdrożeniu projektu wzrośnie. Właściwie pytanie powinno być zamienione w funkcję maksymalizacji wartości obecnej netto, co oznacza, że maksymalizować należy potencjalny strumień pieniądza a z drugiej strony obniżać czynnik dyskontujący – koszt kapitału.

Koszt kapitału jest nie tylko utożsamiany ze stopą dyskontową zastosowaną do policzenia wartości obecnej netto (NPV) projektu przy użyciu metody dyskontowania przyszłych przepływów pieniężnych (DCF). Ta stopa to właśnie koszt kapitału.

Stosowanie metod dyskontowych jest znane w teorii finansów korporacji oraz w praktyce gospodarczej od wielu lat. Wiele książek zostało poświęconych sposobowi wyliczenia wartości obecnej z przyszłych strumieni pieniężnych. Większość instytucji finansowych wykorzystuje te metody w ocenie projektów, przy czym w dalszym ciągu istnieją kontrowersje odnośnie ustalenia wielkości stopy dyskontowej. O ile osoby opracowujące projekt przewidują strumień gotówki płynący z projektu, to poza ich zainteresowaniem jest czynnik dyskontujący. W niektórych przypadkach można nawet zauważyć narzucanie pewnej wysokości czynnika dyskontującego, czyli kosztu kapitału⁵.

Można przyjąć jako pewnik, że każde opracowanie teoretyczne stwierdza, iż stopa procentowa użyta do dyskontowania powinna być równa kosztowi kapitału firmy. Z kolei również każdy zgadza się, że koszt kapitału to oczekiwana stopa zwrotu przez inwestorów. W literaturze tematu koszt kapitału definiuje się jako minimalną stopę zwrotu wymaganą przez dostawców kapitału i taką, która nie

⁵ Tak było w przypadku wdrażania Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka, gdzie w Działaniu 4.4. uznano, że wszystkie projekty zgłoszone do dofinansowania powinny stosować koszt kapitału 8%, a zmiana tej wielkości wymagała uzasadnienia.

powoduje utraty przez firmę wartości. Projekty, które obiecują niższy zwrot, niż taki koszt kapitału, nie powinny być podejmowane⁶.

W stosowanym w praktyce decyzyjnej średnim ważonym koszcie kapitału [WACC] przyjmuje się, że udziałami świadczącymi o wysokości kosztu kapitału są odpowiednio: ilorazy rynkowej wartości kapitału własnego i rynkowej wartości długu w całej wartości firmy⁷. To znaczy, że wzór na średni ważony koszt kapitału wygląda następująco:

$$(1) \quad WACC = R_e \left(\frac{E}{V} \right) + R_d \left(\frac{D}{V} \right)$$

gdzie:

R_e = koszt kapitału własnego,

R_d = koszt kapitału obcego,

E = rynkowa wartość kapitału własnego,

D = rynkowa wartość kapitału obcego,

V = rynkowa wartość firmy ($E+D$).

Z punktu widzenia przedsiębiorcy, jest rzeczą prostą określenie stopy wymaganej przez kredytodawców. Jest ona po prostu dla niego datą, chociaż ze względu na konkurencję między bankami istnieje możliwość negocjacji również tej wartości. Skala negocjacji jest raczej niewielka, a przy obecnych obostrzeniach polityki kredytowej przez banki, skala ta maleje. Często banki w obecnej sytuacji odmawiają kredytowania, zwłaszcza wówczas, gdy uznają, że ryzyko tkwiące w projekcie jest zbyt duże i nie jest przez nie akceptowane. Jednak zmiana tego nastawienia banków ma miejsce dopiero w końcu 2011 roku i początku roku 2012. Nie dotyczyła okresu pokazanego w tabelach 1,2 i 3. Wówczas – mimo skutków kryzysu na zagranicznych rynkach finansowych – w Polsce polityka kredytowa nie była jeszcze zaostrzona.

6 Jednakże nie tylko z obserwacji autora niniejszej pracy wynika, że zarządy spółek nie znają kosztu kapitału i nie stosują metod dyskontowych. Podstawowym instrumentem oplacalności pozostaje prosty okres zwrotu.

7 Abstrahujemy w tym przypadku od znanego teorii finansów korporacji modelu Modiglianiego-Millera, który zakłada, że wartość rynkowa firmy w warunkach doskonałego rynku jest niezależna od struktury kapitału, co oznacza, że wartość firmy używającej do finansowania wyłącznie długu jest taka sama jak firmy, która go w ogóle nie używa. Por. np. W. Dębski, *Theoretical and Practical Aspects of Corporate Finance Management*, Wyd. UŁ, Łódź, 2005, R. VII *Cost of the Company Capital*, a zwłaszcza część 7.4, s. 474-488.

Obok podanego powyżej sposobu liczenia kosztu kapitału oczywiście istnieją również inne propozycje, jak chociażby taka, w której koszt długu jest liczony jako koszt dla firmy z tytułu zwiększenia i utrzymywania zadłużenia. Koszt ten jest równy sumie trzech czynników⁸:

- Stopy procentowej dla transakcji bez ryzyka,
- Premii za ryzyko,
- Rocznych kosztów utrzymania długu.

Problemy w tym przypadku pojawiają się przy wyznaczeniu pozostałych składowych wzoru 1. Zasadniczą trudność dla przedsiębiorstwa ma określenie rynkowej wartości kapitału własnego, zwłaszcza wówczas, gdy jego akcje nie są notowane na giełdzie. Pomiedzy rynkową wartością kapitału obcego postrzeganą przez dostawców tegoż kapitału i przedsiębiorcą powstają zawsze sprzeczności. Przedsiębiorca uważa, że spłata zobowiązań z pewnością nastąpi, podczas gdy sprzedawcy przez wierzycieli tych samych wierzytelności uwzględnia również ryzyko niespłacenia zobowiązań. Rzeczywisty problem pojawia się z określeniem stopy zwrotu wymaganej przez dostawców kapitału własnego, czyli oczekiwanej stopy zwrotu przez inwestorów nowych, którzy będą obejmować – bądź nie – akcje nowych emisji. Mamy zatem w praktyce dwie nieznane wielkości:

- Ryzyko projektu i jego ocena przez inwestorów w analogii do ryzyka podobnych projektów finansowanych przez rynek,
- Brak wiedzy o koszcie kapitału ze względu na niską efektywność rynku w wycenie kosztu kapitału.

Istnieją metody, znane od wielu lat, przy pomocy których określana jest oczekiwana stopa zwrotu dostawców kapitału własnego⁹. Jak pisze H. Johnson¹⁰: koszt kapitału jest kluczem do określe-

8 Por. R. G. Bowman, op.cit. s. 18.

9 Przede wszystkim prace dwóch naukowców i praktyków gospodarczych: E. Dimsona, P. Marsha, którzy oprócz prac naukowych i wdrożeniowych w tym zakresie przygotowali pracę *Cases in Corporate Finance*, pokazującą sposoby liczenia kosztu kapitału.

10 H. Johnson, op. cit. s. XI.

nia wartości firmy. Stara się odpowiedzieć na kilka zasadniczych kwestii:

- Jakie czynniki wpływają na poziom kosztu kapitału pochodzącego z różnych źródeł,
- W jaki sposób zmiana wysokości kosztu kapitału wpływa na decyzje o wyborze projektów inwestycyjnych,
- W jaki sposób koszt kapitału uwzględnia pojęcie ryzyka i niepewności.

Tradycyjne metody określania kosztu kapitału własnego bazują zwykle na porównaniu strumienia dywidend z odsetkami bankowymi. Metody te zostały zestawione przez E. Dimsona i P. Marsha i pokazane zostały poniżej w Tabeli 4.

Tabela 4. Metody szacowania kosztu kapitału własnego i ich mankamenty

Metoda	Główny mankament	Obciążenie w estymacji kosztu kapitału
Wydajność przyszłych dywidend	Ignoruje oczekiwaną aprecjację akcji	Zwykle za niska wartość kosztu kapitału
Zarobki z przyszłych dywidend	Ignoruje wzrost w zarobkach firmy	Zwykle za niska wartość kosztu kapitału
Przeszłe zarobki na akcjach	Brak jednoznacznego przełożenia przeszłości na przyszłość	Za niska, gdy akcje niedowartościowane i za wysoka, gdy akcje przewartościowane
Zwrot z kapitału zainwestowanego	Bazuje ściśle na wartości księgowej	Zbyt niska ze słabo zarządzanego kapitału i zbyt wysoka przy zarządzaniu kapitałem powyżej średniego poziomu
Zwrot z inwestycji krańcowych	Trudność w określeniu projektów krańcowych	Zbyt wysoka przy ograniczeniach na kapitał
Stopa procentowa kredytów	Nie ma nagrody za ryzyko zainwestowanego kapitału własnego	Zwykle zbyt niska
Wydajność dywidend wzrostowych	Nie uwzględnia zmian ryzyka	Zbyt niska dla ryzykownych projektów i zbyt wysoka dla projektów o ryzyku niższym niż średnie

Źródło: E. Dimson, P. Marsh: *Calculating the Cost of Capital*, op. cit, s. 114.

Tabela 4 pokazuje siedem znanych i używanych w praktyce metod określania kosztu kapitału. Zestawione zostały również

główne mankamenty metod. Zastosowanie praktyczne pokazanych metod nie uwzględnia mankamentów i wynikających z nich obciążeń tych estymatorów.

Ocena kosztu kapitału własnego, jako równego kosztom poniesionym na usługi związane z nową emisją służącą pozyskaniu kapitału, wynika z faktu postrzegania kosztu kapitału własnego jako przewidywanej wydajności dywidend. Jest to oczywiście podejście obciążone systematycznym błędem, gdyż akcjonariusze trzymają akcje z nadzieją wzrostu dywidend, ale przede wszystkim z nadzieją przyrostu ceny akcji. Przyjęcie kosztu kapitału własnego równego płaconym dywidendom jest zatem założeniem nieuwzględniającym oczekiwań co do zmiany przyszłych cen akcji.

Również pomijanie dywidend i uwzględnianie w koszcie kapitału jedynie zarobków na cenie jest obarczone błędem. Firmy, które wyceniane są w oparciu o stosunek cena/zysk [P/E] w niższej wysokości musiałyby sprzedać większą część swoich bieżących zysków w celu pozyskania tej samej kwoty kapitału, jaką mogłaby pozyskać firma z wyższym wskaźnikiem P/E. Oznacza to, że firma płaci więcej za pozyskanie nowych kapitałów, czyli ma wyższy koszt kapitału. Argument ten ignoruje wzrost zysków, który jest oczekiwany w spółkach o wyższym wskaźniku P/E. Przyjęcie takiego założenia prowadzi do wniosku, że firmy z niższymi zyskami czy nawet stratami miałyby niższy koszt kapitału własnego.

Podobne do powyższego obiekcje można mieć w stosunku do firm, które swój koszt kapitału własnego oceniają na podstawie przeszłych zwrotów z akcji. Przeszłość jest słabym odniesieniem do oceny przyszłych zysków z akcji. Nie uwzględnia bowiem obecnych oczekiwań inwestorów. Przeszłe notowania nie są dobrym wskaźnikiem obecnej oczekiwanej stopy zwrotu, zwłaszcza wówczas, gdy zmienia się sposób zarządzania albo specyfika podejmowanych projektów inwestycyjnych.

Wyznaczanie kosztu kapitału z krańcowych projektów dotyczy zwykle form wielooddziałowych. Można w takim przypadku przewidywać, że inwestycja powinna mieć wyższy zwrot niż wynosi

średni zwrot z całej firmy. Nowa emisja będzie miała zatem wyższy koszt niż średni. Inwestor będzie oczekiwał więcej niż pokazują obecne księgi wydziału, czy nawet zwrot z całego kapitału zainwestowanego. Metoda ta przywiązuje zbyt dużą wagę do sprawozdań finansowych i przecenia znaczenie sprawozdań w ocenie wartości. Zwykle zatem koszt kapitału firm dobrych będzie wyższy, a koszt kapitału słabszych niższy. Konsekwencją jest niedoinwestowanie dobrych firm, a przeinwestowanie firm nieefektywnych. W przypadku, gdy środki nie są osiągalne dla finansowania wszystkich dochodowych projektów, można oczekiwać rankingu projektów (klasyfikacji na bardziej dochodowe i mniej atrakcyjne). Propozycja oznacza, że w przypadku szczupłości środków, zasoby do realizacji kończą się na jakimś projekcie. Jednakże zwrot z tego projektu nie może uchodzić za koszt kapitału własnego firmy. Traktowanie kapitału jako elementu rzadkiego oznacza w takim przypadku przyjęcie do obliczeń zbyt wysokiego kosztu kapitału. Można ponadto natrafić na znaczące trudności, gdyż nie da się dokonać rankingu projektów nie znając ich kosztu kapitału.

Podjęcie decyzji o podwyższeniu kapitału może oznaczać konieczność skorzystania z prawa poboru, by utrzymać odpowiedni duży udział w firmie. W przypadku braku wolnych środków u dotychczasowych właścicieli akcji, firmy nie zamierzają podwyższać kapitału własnego w drodze nowych emisji, gdyż grozi to utratą kontroli nad spółką. Wówczas potrzeby inwestycyjne realizowane muszą być w całości z kredytów, niezależnie od przewidywań koniunktury. W takim przypadku często błędnie zakłada się, że koszt dodatkowego finansowania wyznacza koszt kapitału. Jest to oczywiście pomylenie dwóch zasadniczo różnych kapitałów: własnego i obcego. W przypadku strat na projekcie, pierwszymi, którzy stracą będą akcjonariusze. Odsetki do banków zostaną zapłacone w pierwszej kolejności. Projekt z większym zadłużeniem oznacza większe ryzyko dla zainwestowanego już własnego kapitału. Z pewnością również większego, niż reprezentuje stopa procentowa nowego kapitału obcego. W zasadzie takie podejście jest zawsze obarczone

błędem, gdyż poza projektami o bardzo niskim ryzyku, koszt kapitału własnego jest wyższy od kosztu kredytu.

Zgodnie z modelami wyznaczającymi wartość firmy przy rosnących dywidendach, można w niektórych przypadkach postrzegać koszt kapitału jako oczekiwaną wydajność dywidend powiększoną o pewien wzrost dywidend. Bazuje to na teorii wyceny kapitału, jednakże dla dostarczenia kosztu kapitału brak jest pewności co do tempa i pewności wzrostu dywidend w przyszłości. Ponadto metoda ta charakteryzuje się tym, że pokazuje jedynie koszt kapitału dla całej firmy i nie określa różnic pomiędzy projektami o różnym poziomie ryzyka.

Podstawowym problemem z omówionymi pokrótce metodami jest to, że nie uwzględniają one ryzyka, jako czynnika mającego wpływ na koszt kapitału własnego. Problem określenia ryzyka i jego wyceny jest w tym przypadku kluczowy. Oczekiwany zwrot jest premią za ponoszone ryzyko. Oczywiście zatem dla projektów zeroryzykownych nie byłoby problemu z określeniem kosztu kapitału. Samo zastosowanie nie oznacza, że firma może takie projekty prowadzić. Zwykle skarż jest tą instytucją w państwie, która – i to zwykle na mocy prawa¹¹ – jest postrzegana jako emitent bez ryzyka. Jednakże firma może więcej zarobić na projektach ryzykownych i dlatego inwestorzy będą więcej oczekiwać w przypadku, gdy takie projekty są przedsięwzięte przez firmę. Inwestor nie oczekuje, że firma będzie realizować projekty bez ryzyka, dlatego, że on ma zamiar akceptować wyższe ryzyko i dzięki temu oczekuje wyższego zwrotu niż w przypadku bonów skarbowych. Oznacza to, że w praktyce gospodarczej projekty inwestycyjne są dalekie od projektów pozbawionych ryzyka. Raczej zawierają one zbyt dużo ryzyka, co przekłada się na oczekiwanie wyższej nagrody wyrażonej w większym oczekiwanym zwrocie. Wdrażanie projektów z ryzykiem oraz niechęć do ryzyka, którą należy pokonać wyższym zwrotem, to dwa czynniki, wyznaczające koszt kapitału własnego. Premia za ryzyko jest kwestią wielkości tego ryzyka w projekcie,

¹¹ Wynika to z faktu obowiązku tworzenia rezerw przez banki na nabywane inne aktywa, poza papierami emitowanymi zwykle przez rząd.

no i oczywiście tego, jak inwestorzy wyceniają jednostkę ryzyka w oczekiwanym zwrocie z zainwestowanego kapitału.

Ryzyko można rozumieć na wiele sposobów. Potocznie poprzez ryzyko rozumiemy taki stan, w którym możliwa jest strata. Analizę różnie rozumianego ryzyka przedstawili między innymi K. Jajuga, T. Jajuga¹² klasyfikując ryzyko inwestycji w następujący sposób:

- ryzyko negatywne = możliwość, że coś się nie uda,
- ryzyko neutralne = przedsięwzięcie, którego wynik nie jest znany,
- ryzyko biznesowe = możliwość zrealizowania dochodu innego niż spodziewany.

Rozwinięcie teorii ryzyka następuje w kierunku czynników ryzyka, które powodują, że efekt inwestycji jest niezgodny z oczekiwanym efektem. A zatem można stosować dwa podejścia do pomiaru ryzyka:

- ryzyko jako zmienność – ryzyko jest tym większe, im większa jest zmienność stopy zwrotu z inwestycji,
- ryzyko jako wrażliwość na czynniki ryzyka – ryzyko jest tym większe, im wyższa jest wrażliwość stopy zwrotu na działanie czynników ryzyka.

W teorii finansów korporacji ryzyko możemy określić jako sytuację, w której może wystąpić stan natury inny, niż poprzednio przewidywaliśmy, a zatem przy analizie w finansach korporacji stosuje się częściej pierwsze podejście z pokazanych powyżej sposobów pomiaru ryzyka. Takie podejście jest zgodne z opracowanym w teorii finansów korporacji Modelem Wyceny Aktywów Kapitałowych (CAPM). W teorii tej koszt kapitału jest równy zwrotowi z waleńców pozbawionych ryzyka oraz premii za ryzyko, której miarą jest iloczyn współczynnika ryzyka β oraz premii ponad ryzyko rynkowe (poprzednio nazwanej ceną ryzyka). Wzór reprezentuje linię rynku kapitałowego, która uzależnia oczekiwane zwroty z portfela od wskaźnika β . Pokazuje ona koszt kapitału jako funkcję trzech czynników:

12 K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje*, PWN, 2006, s. 179 i następne. Również inne prace tych autorów są poświęcone klasyfikacji ryzyka, w tym także różnych rodzajów ryzyka bankowego.

- Stopy zwrotu z walorów bez ryzyka (bonów skarbowych),
- Wartości β waloru,
- Premię za inwestycje na rynku kapitałowym zamiast w bony skarbowe.

Dla inwestora, który chce objąć akcje nowej emisji, oczekiwany zwrot jest pochodną inwestycji materialnej, na jaką zbierane są środki. W rzeczywistości koszt kapitału jest cechą projektu, a nie spółki, a właściwie ryzyka tkwiącego w projekcie. W praktyce możemy łatwo znaleźć sytuację, w której firma zgłaszając dwa projekty uzyskuje dla nich jeden koszt kapitału. Nie uwzględniamy kosztu kapitału dla projektu tylko dla emitenta. Projekt bardziej ryzykowny powinien mieć w rzeczywistości wyższy koszt kapitału. Uzyskanie środków na oba projekty spowoduje ich realizację, podczas gdy ewidentnie jeden projekt może mieć dodatnią wartość obecną netto, a drugi ujemną. W takim przypadku mankamentem metody jest akceptacja realizacji bardziej ryzykownego projektu, którego koszt kapitału został sztucznie zaniżony poprzez dodanie drugiego projektu, o niższym ryzyku. Właśnie w takim przypadku widać rolę dla menedżera finansowego.

Mimo tego, że opisana sytuacja zdarza się stosunkowo często, można potwierdzić, że metoda wykorzystująca model wyceny dóbr kapitałowych jest znacznie lepszym narzędziem do wyceny kosztu kapitałowego, niż stosowane i opisane wcześniej metody.

Istnieje kilka przyczyn przemawiających za dążeniem do wykorzystania CAPM do wyceny kosztu kapitałowego:

- Uzależnia koszt kapitału od ryzyka, powodując, że bardziej ryzykowne projekty mają wyższy koszt kapitału,
- Eliminuje ryzyko specyficzne z wyceny kosztu kapitału,
- Jest to metoda obiektywna, a elementy subiektywne są wyeliminowane.

Efektywność rynku finansowego rozumiana, jako właściwe wypełnienie przez rynek funkcji dostawcy kosztu kapitału, jest znacznie wyższa w przypadku szukania kosztu kapitału przy pomocy

CAPM. Z drugiej strony istnieje możliwość poprawy rynku poprzez rozszerzenie zbioru możliwych portfeli o portfele zawierające sprzedaż niepokrytą (krótką). Może to dać prawdziwą wartość kosztu kapitału, czyli poprawia efektywność rynku kapitałowego, jako dostawcy tej miary efektywności projektów.

Wykorzystanie modelu CAPM do wyceny kosztu kapitału, a zatem akceptacja jego założeń wraz z dopuszczeniem sprzedaży krótkiej jest powszechnie przyjmowana w teorii finansów korporacji. Teoria przedmiotu pokazuje, że jednym z najważniejszych zadań stojących przed praktykami gospodarczymi jest poznanie kosztu kapitału dla projektów mających określony poziom ryzyka. Szukanie kosztu kapitału przy pomocy metody CAPM dawać powinno najlepsze rezultaty. Rynek pozwala wykorzystać ten model do dostarczenia informacji o koszcie kapitału, czyli pozwala na realizację swojej podstawowej funkcji właśnie dzięki temu modelowi. Każde działanie służące poprawie efektywności rynku prowadzi do wypełniania przez rynek funkcji dostawcy kosztu kapitału. Istnieje możliwość poprawy rynku poprzez rozszerzenie zbioru możliwych portfeli o portfele zawierające sprzedaż niepokrytą. Pozwala to poprawić zgodność uzyskanych informacji z prawdziwą wartością kosztu kapitału. W ten sposób można poprawić efektywność rynku kapitałowego, jako dostawcy tej miary efektywności projektów. Zawsze jednak należy mieć na uwadze to, że rynek może dać jedynie narzędzie do wyceny kosztu kapitału. W praktyce gospodarczej musi jeszcze wystąpić menedżer finansowy, który umie i chce je wykorzystać.

Literatura

1. M. Bolesławski, E.W. Nowakowski, *Nowe instrumenty finansowe a bezpieczeństwo system bankowego*, „Journal of Modern Science”, Tom 1/24/2015, Józefów, WSzGE
2. R.G. Bowman, *Report on Appropriate Weighted Average Cost of Capital for the Services Provided over the Can*, 2007,
3. W. Dębski, *Theoretical and Practical Aspects of Corporate Finance Management*, Wyd. UŁ, Łódź, 2005,
4. E. Dimson, P. Marsh, *Calculating the Cost of Capital*, Pergamon Press, 1994,
5. K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje*, PWN, 2006
6. H. Johnson, *Koszt kapitału. Klucz do wartości firmy*, K.E. Liber, Warszawa, 2000,
7. E.W. Nowakowski, *Krótką sprzedaż a efektywność rynku kapitałowego*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, 2010,
8. E.W. Nowakowski, *Efektywność rynku kapitałowego z dopuszczoną krótką sprzedażą*, „Finanse”, Komitet Nauk o Finansach PAN, Warszawa, 2011.

Eligiusz W. Nowakowski*

* Dr Eligiusz W. Nowakowski, wykładowca we Wszechnicy Polskiej Szkole Wyższej w Warszawie.

Janusz Radziejowski

Źródła finansowania ochrony środowiska w Polsce

Streszczenie

System finansowania należy do najważniejszych narzędzi służących ochronie środowiska, a w tym: wspierania inwestycji, systemu zarządzania ochroną środowiska, ochrony zasobów naturalnych – takich jak woda czy obiekty o wybitnych walorach przyrodniczych. Polski system finansowania ochrony środowiska opiera się na międzynarodowych doświadczeniach, ale także wypracował sobie własne oryginalne instytucje.

Zadania w zakresie ochrony środowiska w Polsce pokrywane są w większości ze źródeł krajowych, takich jak budżety jednostek komunalnych i przedsiębiorstw (ponad. 40%), system funduszy ekologicznych składający się z Narodowego Funduszu Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej oraz 16 Wojewódzkich Funduszy Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej (ok. 20%) oraz kredytów bankowych i budżetu państwa. Od czasu naszego członkostwa w UE dużą rolę (do 20%) odgrywają fundusze europejskie realizowane w ramach programów ochrony środowiska.

Do roku 2010 funkcjonował w Polsce EkoFundusz, efektywne narzędzie finansowania ochrony środowiska, oparte o środki pochodzące z ekokonwersji części polskiego zadłużenia wobec państw Klubu Paryskiego.

Wydatki na ochronę środowiska liczone według nakładów inwestycyjnych w Polsce stale wzrastały od początku lat dziewięćdziesiątych, a obecnie utrzymują się na stosunkowo wysokim poziomie.

Analizując źródła finansowania ochrony środowiska pamiętać należy o wysokich kosztach, które ponoszą gospodarstwa domowe głównie w postaci opłat za dostawę wody, odprowadzania ścieków, zbiórkę odpadów, a także ukryte w opłatach za energię czy też ukryte w cenach towarów i usług. W przyszłości należy się liczyć z komercjalizacją dużej części działań na rzecz ochrony środowiska i przenoszenia kosztów ich realizacji na konsumentów.

Słowa kluczowe

Finanse, ochrona środowiska, fundusze ekologiczne, Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska, fundusze europejskie, EkoFundusz.

Summary

The financing system is one of the most important tools for protection of environment. It is including: supporting investments, environmental management system or protection of natural resources – such as water and objects of outstanding natural beauty. Polish system of financing the protection of environment is based on the international experience in this field, but also developed its own original institutions in this regard.

The tasks for the protection of environment in Poland are covered mostly from domestic sources such as the budgets of municipalities and companies (over. 40%), the system of ecological funds consisting of the National Fund for Environmental Protection and Water Management (NFOŚ i GW) and the 16 Voivodship's(Regional's) Funds for Environmental Protection and Water Management (WFOŚiGW) (about 20%) and bank's credits and the state budget. European funds implemented under environmental programs play an important role in the protection of the environment in Poland since our membership in the EU (up to 20%).

In the years 1992-2010 it was functioning in Poland the special institution – Eco-Fund (EkoFundusz) which was very effective tool for financing environmental protection. It was based on funding from the Polish part of the eco-conversion of debt to Paris Club countries.

Environmental protection expenditures calculated by investment in Poland increased steadily since the early nineties and are now maintained at a relatively high level.

In addition to the expenses incurred by the institutions, householders bear the big costs of environmental protection also. These are the fees: for water supply, sewage disposal, waste collection as well as hidden charges for energy and the prices of goods and services. In the future, we can expect a large part of the commercialization efforts to protect the environment and transfer the costs of their implementation on consumers.

Keywords

Finance, environmental protection, environmental funds, the National Fund for Environmental Protection, European funds, Eco-Fund.

1. Miejsce finansów w systemie ochrony środowiska

Ochrona środowiska wymaga efektywnych narzędzi. Najważniejsze z nich to system zarządzania, prawo oraz system finansowania. Ten ostatni obejmuje finansowanie inwestycji służących ochronie środowiska a także koszty późniejszego ich utrzymania oraz koszty ponoszone przez gospodarkę dla zapewnienia i utrzymania standardów ochrony środowiska w trakcie produkcji dóbr, późniejszej ich eksploatacji a także utylizacji. Ważnym problemem jest finansowanie funkcjonowania systemu ochrony środowiska, w tym administracji, a także ochrony zasobów naturalnych – takich jak woda czy obiekty o wybitnych walorach przyrodniczych. Szeroko pojęta ochrona środowiska tworzy nie tylko koszty, ale także dochody związane z korzyściami wynikającymi z opłat za eksploatację i użytkowanie zasobów naturalnych. Np. produkcja urządzeń

służących ochronie środowiska, świadczenie usług w tym zakresie to dochodowa gałąź gospodarki. Warto zwrócić uwagę na zalecenie Konferencji Stron Konwencji o Różnorodności Biologicznej z 2010 roku, by do dochodów zaliczać tzw. usługi ekosystemowe – czyli wymierne korzyści, jakie gospodarka uzyskuje z eksploatacji zasobów naturalnych. Usługi te (*ecological services*) dzielone są na: usługi zaopatrujące (np. żywność, surowce, woda i.in); usługi regulujące (np. jakość powietrza, klimatu, gleb, oddziaływanie prozdrowotne ekosystemów); usługi podstawowe (zapewnienie przestrzeni życiowej dla ekosystemów); usługi kulturowe (np. rekreacja, turystyka). Pojęcie usług ekosystemowych zostało spopularyzowane przy okazji podjętej z inicjatywy ONZ „Milenijnej oceny ekosystemów” z roku 2005¹. Praktyczne wykorzystanie tej koncepcji przedstawiono w podręczniku opracowanym w ramach projektu TEEB (*The Economics of Ecosystems and Biodiversity, Ekonomia..., 2010*). Ocena wartości tych usług pozwalałaby na podejmowania optymalnych – również z punktu widzenia korzyści gospodarczych – decyzji dotyczących użytkowania środowiska przyrodniczego².

W niniejszej pracy ograniczono się do przedstawienia zagadnień finansowania zadań w zakresie ochrony środowiska w Polsce. W szczególności omówiony zostanie system finansowania zadań w zakresie ochrony środowiska o charakterze publicznym bądź wynikających z publicznych programów, które nakładają obowiązki działań na rzecz ochrony środowiska na podmioty prywatne. Pomiędzy istotną sferę wydatków ponoszonych przez przedsiębiorstwa i władze samorządowe dla utrzymania prawem nakazanych standardów środowiskowych w zakresie produkcji czy też standardów ekologicznych finalnych wyrobów.

2. Zadania w zakresie ochrony środowiska i źródła ich finansowania w Polsce

Do wspomnianych zadań publicznych, wynikających z uwarunkowań prawnych oraz ze strategicznych planów krajowych i międ-

1 Cytowane za „Usługi ekosystemów w mieście” <http://uslugiekosystemow.pl>

2 Również w Polsce zagadnienia korzyści środowiskowych i ich wyceny od dawna były obiektem zainteresowania badaczy np. w Warszawskim Ośrodku Ekonomii Ekologicznej UW (Żylicz ...2000) czy też w ramach Międzyuczelnianego Studium Oceny i Wyceny Zasobów Przyrodniczych SGGW-SGH (Szyszko i In... 2013).

dzynarodowych³ w zakresie ochrony środowiska należy zaliczyć:

- modernizację energetyki, budownictwa i transportu w kierunku ograniczenia oddziaływania tych sektorów gospodarki na środowisko – przez ograniczenie energochłonności, zużycia surowców energetycznych, emisji zanieczyszczeń do atmosfery;
- ochronę wód – w tym ochronę zasobów wodnych przed ich nadmierną eksploatacją i przeciwdziałanie ich zanieczyszczeniu ;
- ochronę zasobów kopalnych – m.in. poprzez ich eksploatację, zgodną z racjonalnymi potrzebami, czy też poprzez zastępowanie surowców nieodnawialnych technologiami ograniczającymi ich zużycie;
- działania na rzecz ochrony klimatu i adaptacji do jego zmian, w tym także ochronę przeciwpowodziową ;
- ochronę gleb oraz gospodarkę odpadami, w tym ich utylizację, recykling, wprowadzanie gospodarki nisko- lub bezodpadowej;
- ochronę walorów różnorodności przyrodniczej, w tym ograniczenie eksploatacji walorów żywych, tworzenie obiektów chronionych;
- działania na rzecz budowy odpowiednich struktur administracyjnych – zarządzających , monitorujących i kontrolnych, prowadzenia szkoleń i wdrażania *know-how* czy też powszechnej edukacji ekologicznej⁴.

W przypadku finansowania takich zadań, bez zapewnienia odpowiednich, długoterminowych źródeł finansowania – trudno sobie wyobrazić realizację choćby najślusniejszych planów i zamiarów.

Potencjalnie mamy w Polsce następujące źródła pozyskiwania środków finansowych:

3 Strategia ochrony środowiska w Polsce wyznaczona jest przez dokumenty krajowe i międzynarodowe. Do najważniejszych dokumentów krajowych należą „Polityka Ekologiczna Państwa” – obecna wersja pochodzi z roku 2009 i obejmuje perspektywę do roku 2016 (Polityka..., 2009) oraz Krajowy Plan Gospodarki Odpadami. Również programy sektorowe dotyczące np. polityki transportowej, polityki energetycznej określają potrzeby w zakresie ochrony środowiska. Jeśli chodzi o dokumenty międzynarodowe, to najważniejszą rolę odgrywają prawo i programy działań w zakresie środowiska UE oraz wielostronne konwencje międzynarodowe, których Polska jest uczestnikiem w ramach swego członkostwa w ONZ oraz Radzie Europy.

4 Polska posiada rozwinięty system edukacji ekologicznej – formalnej (szkoły i uczelnie różnego typu) i nieformalnej (prowadzonej przez ośrodki edukacji ekologicznej w Lasach Państwowych, parkach narodowych i krajobrazowych czy też przez organizacje pozarządowe). Tego rodzaju działalność wspierana jest przez środki publiczne przeznaczone na ochronę środowiska.

- krajowe, a w tym :
 - budżety państwa, jednostek komunalnych czy też przedsiębiorstw;
 - kredyty bankowe;
 - specjalne fundusze działające na rzecz ochrony środowiska (chodzi tu o system funduszy ekologicznych składający się z Narodowego Funduszu Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej oraz 16 Wojewódzkich Funduszy Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej)⁵;
- zagraniczne, wspomagające wysiłki krajowe – obecnie są to przede wszystkim środki unijne pochodzące z funduszy spójności oraz funduszy przeznaczonych na rozwój regionalny i funduszu LIFE + oraz tzw. funduszy norweskich ⁶; funkcjonują także stosunkowo niewielkie środki dwustronne jak np. fundusze niemieckie przeznaczone na dofinansowanie wspólnych działań w strefie granicznej.

W praktyce większość inwestycji ekologicznych finansowanych jest z kilku źródeł: środków własnych, kredytów, funduszy ekologicznych i funduszy zagranicznych w ramach tzw. montażu finansowego.

3. Międzynarodowe uwarunkowania w zakresie finansowania ochrony środowiska

Polski system finansowania ochrony środowiska opiera się nie tylko na własnych koncepcjach, ale także korzysta z doświadczeń międzynarodowych. Świadome wydatki na rzecz ochrony środowiska sięgają czasów starożytnych, kiedy to z funduszy publicznych finansowano wielkie inwestycje hydrotechniczne (nawadniające pola lub dostarczające wodę do miast) na Bliskim Wschodzie czy też w starożytnym Rzymie. Również w czasach nam bliższych wielkie inwestycje, zwłaszcza w gospodarce wodnej jak np. tamy, chroniące przed zalewami przez morza czy też powodziami, musiały korzystać ze wsparcia publicznego.

⁵ Do roku 2010 w Polsce działała także fundacja EkoFundusz której działalność omówiono poniżej

⁶ Fundusze Norweskie, a także fundusze wpłacane przez Lichtenstein, Islandię i Szwajcarię na rzecz UE jako rekompensatę za udział w Europejskiej Strefie Ekonomicznej (Portal Funduszy Norweskich)

W połowie XX wieku, wobec gwałtownego rozwoju naszej gospodarki, okazało się, że nie tylko gospodarka wodna, ale także poprawa warunków środowiskowych wymaga wysiłku przekraczającego możliwości poszczególnych przedsiębiorstw czy też jednostek komunalnych. Pamiętać też należy, że duża część inwestycji i zadań w zakresie ochrony środowiska ma charakter strategicznych zadań publicznych, stąd trudności z finansowaniem ich z budżetów komunalnych czy też z kredytów bankowych. Kłopoty w tym zakresie mogą mieć także przedsiębiorstwa, zwłaszcza gdy niezbędny jest szybki efekt poprawy stanu środowiska wymagany przez prawo. Chociaż niemal od początku nowoczesnego podejścia do zagadnień ochrony środowiska lansowano zasadę „zanieczyszczający płaci” – co oznaczało, że sprawcy szkód wyrządzonych środowisku winni naprawić je na własny koszt – to szybko okazało się, że sprawcami szkód w środowisku są w bardzo wielu przypadkach państwa, które doprowadziły do nich swoją polityką. Koszty rekultywacji środowiska przekraczały często możliwości poszczególnych krajów samodzielnego rozwiązania tych problemów. Stąd konieczność stworzenia mechanizmów współpracy międzynarodowej w tym zakresie. Od lat osiemdziesiątych eksperci na całym świecie szukali sposobów zapewnienia środków finansowych dla realizacji ambitnych celów w zakresie ochrony środowiska w duchu zrównoważonego rozwoju. Uznano, że takie wyspecjalizowane narzędzia finansowe winny być dostępne w skali globalnej jak i poszczególnych krajów, i mieć też zapewnione długoterminowe perspektywy stabilizacji oraz niezależność od doraźnych fluktuacji politycznych i gospodarczych. W ten sposób powstała koncepcja różnego rodzaju funduszy środowiskowych. Zagadnienia te stały się przedmiotem dyskusji w ramach ONZ. Przyjmuje się, że dokumentem, który dał początek współpracy międzynarodowej w tym zakresie stał się Raport Sekretarza Generalnego ONZ U Thanta, przedstawiony w roku 1969 na forum Zgromadzenia Ogólnego ONZ⁷. W raporcie tym zwrócono uwagę na konieczność współpracy międzynarodowej dla

⁷ Dokument ten zatytułowany „Problemy ludzkiego środowiska” (*The problems of human environment*) został przedstawiony na forum Zgromadzenia Ogólnego w dniu 26 maja 1969 przez Sekretarza generalnego Organizacji Narodów Zjednoczonych U Thanta, (Rezolucja nr 2390 ONZ).

powstrzymania degradacji środowiska oraz koordynacji wysiłków międzynarodowych. Na późniejszych konferencjach ONZ poświęconych środowisku pojawiła się idea stworzenia międzynarodowej współpracy w zakresie współfinansowania działań na rzecz poprawy środowiska. Początkowo dominował pomysł zdobycia takich funduszy poprzez wspieranie krajów mniej rozwiniętych przez kraje bardziej rozwinięte. Dopiero pod koniec lat osiemdziesiątych sformułowano ideę stworzenia światowego funduszu wspierania działań na rzecz środowiska. Koncepcja taka znalazła się w raporcie ONZ z 1987 r.⁸ Przy okazji Konferencji ONZ „Środowisko i Rozwój” w Rio de Janeiro w 1992 r. (tzw. I Szczyt Ziemi) koncepcja funduszu uległa konkretyzacji. Jednym z najważniejszych osiągnięć tego spotkania było przyjęcie dwóch najważniejszych wielostronnych konwencji środowiskowych: ramowej konwencji o ochronie klimatu oraz konwencji o różnorodności biologicznej. Ponieważ wdrażanie tych konwencji wymagało dużych środków, przewidziano dla pomocy w ich wdrażaniu specjalny mechanizm wsparcia: Fundusz na rzecz Globalnego Środowiska (*Global Environmental Facility* – GEF). Fundusz ten skierowany jest przede wszystkim na wdrażanie obu konwencji w krajach rozwijających się, a jego zasoby pochodzą ze środków najbogatszych krajów świata. Funduszem zarządzają trzy agendy ONZ – Bank Światowy, Program Środowiskowy ONZ (*United Nations Environmental Programme* – UNEP) oraz Program Rozwoju ONZ (*United Nations Development Programme* – UNDP). Do roku 2010 korzystać mogły z niego kraje o gospodarce przejściowej, z czego korzystała także Polska. GEF przyznawał dotacje do projektów w trzech kategoriach:

1. Do 50 tys. dolarów USA – Program Małych Grantów GEF (*Small Grants Programme*, GEF-SGP), z którego mogły korzystać także organizacje pozarządowe;
2. Do 750 tys. dolarów USA – Średnie Granty GEF (*Medium Size Grants*, GEF-MSG);

⁸ Raport przygotowany przez wielonarodowy zespół ekspertów pod kierownictwem pani Gro Harlem Brundtland (byłej premier Norwegii) nosił tytuł „Nasza wspólna przyszłość” i wprowadził także ostatecznie do dokumentów międzynarodowych termin trwałego i zrównoważonego rozwoju (*sustainable development*).

3. Powyżej 750 tys. dolarów USA – Pełne Granty GEF (potocznie duży GEF).

Polska mogła korzystać z Programu Małych Grantów (GEF-SGP) w latach 1994-2007, W tym czasie udzielono bezzwrotnych dotacji na dofinansowanie 290 projektów na łączną sumę 6,67 mln USD. Projekty te dotyczyły głównie działań na rzecz ochrony przyrody i działalności edukacyjnej prowadzonej przez różne pozarządowe organizacje ekologiczne (Polskie doświadczenia..., 2009).

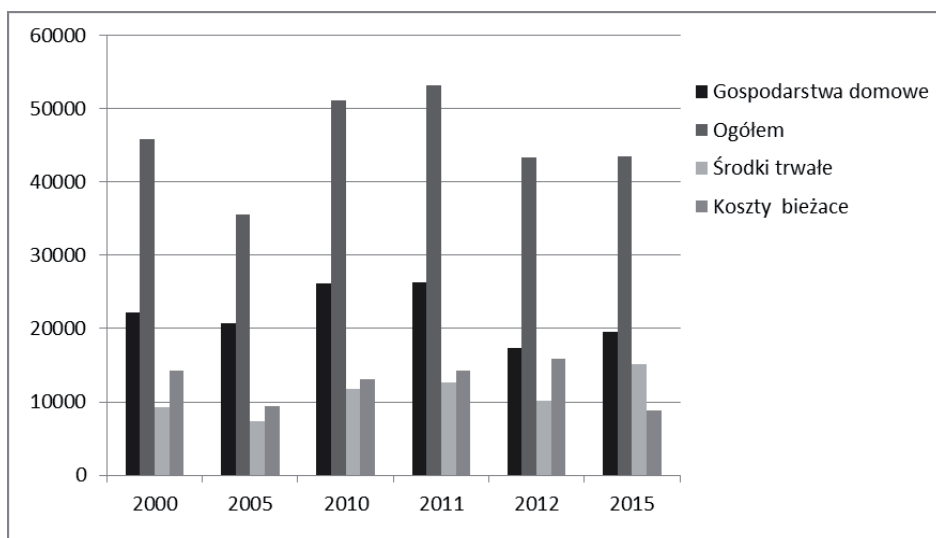
W opinii większości ekspertów i polityków największym problemem środowiskowym, przed którym stoi obecnie ludzkość, są zmiany klimatu. Stąd w ramach Konferencji Stron Ramowej Konwencji Klimatycznej (*Conference of the Parties United Nations Framework Convention of Climate Change* – COP UNFCCC) prowadzone są negocjacje w sprawie ustanowienia nowego porządku klimatycznego na Ziemi, co oznacza m.in. konieczność redukcji emisji gazów cieplarnianych. Taka redukcja obowiązywała dotychczas w ramach zawartego w 1998 roku tzw. Protokołu z Kioto do Konwencji Klimatycznej. Ograniczenia takie dotyczyć miały krajów najbardziej rozwiniętych. Emisje w krajach rozwijających miały pozostać poza kontrolą. Obecnie wobec faktu, że wiele krajów zaliczanych do kategorii rozwijających się, jak np. Chiny, Indie czy Brazylia wysunęło się na czoło głównych emiterów gazów cieplarnianych, można sądzić, że bez redukcji gazów w tych krajach będzie niemożliwe powstrzymanie zmian klimatycznych. Problemem są środki finansowe niezbędne dla wsparcia ograniczenia konsekwencji wzrostu emisji gazów cieplarnianych w krajach mniej rozwiniętych, Dlatego na konferencji stron konwencji klimatycznej w Kopenhadze 2008 r. (COP 10) ustalono utworzenie mechanizmu wspierania wdrażania Konwencji Klimatycznej w krajach uboższych, tzw. Zielony Fundusz Klimatyczny (*Green Climate Fund*). Jego uczestnikiem-sponsorem jest również Polska (*Green Climate...*). Do roku 2014 Fundusz zebrał ponad 10 mld dolarów. Na konferencji klimatycznej w Paryżu w 2015 roku uznano, że środki zbierane przez fundusz będą miały istotne znaczenie we wspomaganiu krajów rozwijających się

w powstrzymaniu wzrostu temperatury na Ziemi (nie więcej niż 2 stopnie Celsjusza od początku ery przemysłowej).

4. Krajowe źródła finansowania ochrony środowiska w Polsce

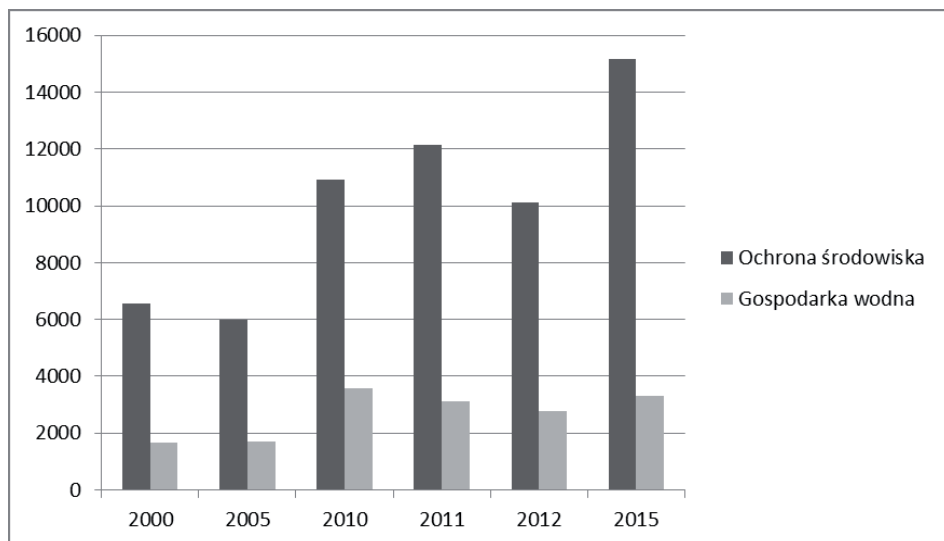
Wydatki na ochronę środowiska w Polsce, liczone według nakładów inwestycyjnych, stale wzrastały od początku lat dziewięćdziesiątych, a obecnie utrzymują się na stosunkowo wysokim poziomie. W latach 2000-2015 stanowiły ponad 4% nakładów inwestycyjnych w naszym kraju. Zwrócić należy uwagę, że nakłady na ochronę środowiska w Polsce obejmują, oprócz omawianych tu nakładów na inwestycje, także koszty bieżące oraz, co warto podkreślić, pokaźne nakłady gospodarstw domowych na ten cel, sięgające połowy krajowych nakładów na ochronę środowiska (Rys. 1).

Rys. 1. Nakłady na ochronę środowiska w latach 2000 – 2015 (wg. GUS 2016) mln PLN



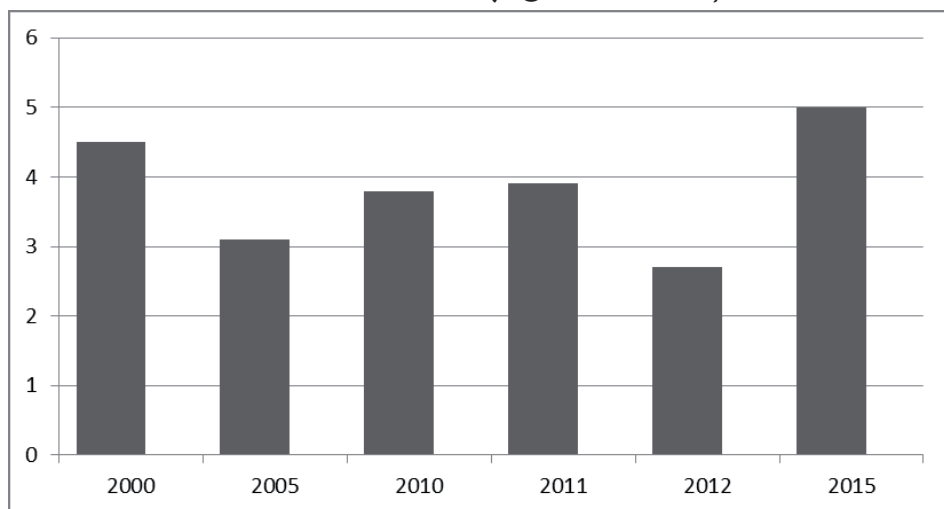
Warto tu także podkreślić, że w oficjalnych statystykach nakłady inwestycyjne na ochronę środowiska dzielone są na ochronę środowiska oraz gospodarkę wodną. Jak widać z przedstawionych danych nakłady inwestycyjne na ochronę środowiska są przeciętnie około trzykrotnie wyższe niż nakłady na gospodarkę wodną (Rys. 2).

Rys. 2. Nakłady na inwestycje w ochronę środowiska i gospodarkę wodną w latach 2000 – 2016, w mln PLN (wg GUS 2015)



Ciekawa jest analiza relacji między wydatkami na ochronę środowiska a PKB. Jak widać na załączonym wykresie odsetek PKB przeznaczony na ochronę środowiska w Polsce wahał się od 2,5 do 5,8 % (Rys. 3).

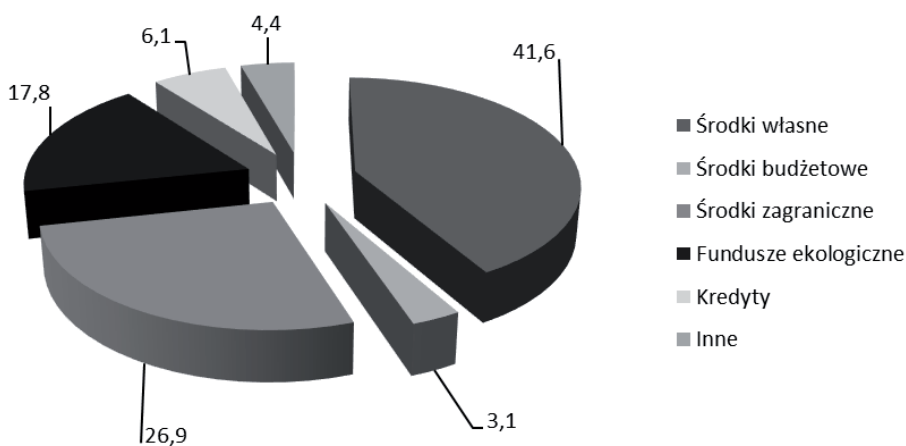
Rys. 3. Nakłady ogólne na ochronę środowiska w relacji do PKB w latach 2000 – 2015 (wg. GUS 2016), w %



Środki zagraniczne stanowią w latach ostatnich poważny odsetek nakładów na inwestycje trwałe, nie mniej jednak należy zauważyć, że od początku funkcjonowania obecnego systemu finansowania ochrony środowiska większość środków pochodzi ze źródeł krajowych. Ważnym źródłem tych środków jest system funduszy ekologicznych. Należy podkreślić, że stosunkowo niewielki udział w realizacji wydatków na inwestycje ochrony środowiska miał budżet centralny, z którego to źródła przede wszystkim finansowano część inwestycji w dziedzinie gospodarki wodnej oraz działania na rzecz ochrony przyrody w parkach narodowych, parkach krajobrazowych i rezerwach.

Jak wynika z prezentowanych danych, głównym źródłem nakładów inwestycyjnych w ochronie środowiska są budżety własne samorządów i przedsiębiorstw. Od wielu lat sięgają one około 40% wszystkich nakładów inwestycyjnych na ochronę środowiska. Przykładem może tu być analiza źródeł nakładów inwestycyjnych poniesionych w roku 2015 (Rys. 4).

Rys. 4. Wydatki inwestycyjne na ochronę środowiska w roku 2015 wg źródeł (wg GUS 2016), w %



Funkcjonuje powszechna zasada, że korzystanie ze środków budżetu państwa czy też środków pomocowych krajowych lub zagranicznych wymaga wykazania się własnym wkładem finansowym lub rzeczowym (np. aport w postaci działki, na której będzie realizowana inwestycja). Do zadań inwestorów należy także pozyskiwanie dodatkowych kredytów bankowych dla wsparcia inwestycji.

W tym kontekście warto zwrócić uwagę na działalność Banku Ochrony Środowiska. Powstał on w 1991 roku, a jego założycielem i do dzisiaj głównym akcjonariuszem banku jest Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej (77,27% akcji). Instytucja, mimo że ma charakter uniwersalny, jako jedyny bank w Polsce posiada wyspecjalizowany Departament Inwestycji Ekologicznych. W latach 2001-2009 Bank ten przeznaczył na pożyczki dla inwestorów 8,5 mld PLN. Wg danych NFOŚiGW dzięki pomocy BOŚ zrealizowano 29 tys. projektów – w tym wiele prywatnych. Bank wyspecjalizował się we wspomaganiu inwestycji w sektorach ochrony powietrza, ochrony wód oraz w zakresie ochrony powierzchni ziemi (20 lat na rzecz ekorozwoju...).

W Polskim systemie ochrony środowiska dużą rolę odegrały fundusze ekologiczne, przy czym na początku lat dziewięćdziesiątych było to podstawowe źródło inwestycji

Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej wraz z Wojewódzkimi Funduszami Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej został powołany w Polsce w roku 1989 na podstawie ustawy z 1 lipca 1989 r. o zmianie ustawy o ochronie i kształtowaniu środowiska oraz ustawy prawo wodne, w wyniku zmian politycznych, jakie wówczas nastąpiły w naszym kraju. Podczas obrad Okrągłego Stołu, gdzie zarysowany został nowy demokratyczny i wolnorynkowy kształt Polski, powstały również zapisy mające gwarantować poprawę środowiska naturalnego, którego stan wzbudzał wielkie zaniepokojenie społeczeństwa. Zgodnie z zasadą „zanieczyszczający płaci” uznano, że z tych opłat zgromadzone zostaną środki na poprawę jakości środowiska. W ten sposób zorganizowany został system funduszy ekologicznych, składający się

na początku z Narodowego Funduszu Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej oraz 49 funduszy wojewódzkich⁹. Gromadzone środki pochodziły nie tylko z opłat za zanieczyszczanie środowiska, ale także z opłat za jego użytkowanie zgodnie z istniejącymi standardami, m.in. z wpływów za eksploatację zasobów naturalnych, jak kopaliny, pobór wód, emisje zanieczyszczeń do powietrza, wód, gruntów w ilościach zgodnych z aktualnie obowiązującymi normami, wycinkę drzew. Obecnie wpływami funduszu są także tzw. opłaty zastępcze wynikające z ustawy prawo energetyczne, opłaty wynikające z ustawy o recyklingu pojazdów wycofanych z eksploatacji i in. Działalność NFOŚiGW nadzorował minister właściwy do spraw środowiska i służyć ona miała realizacji polityki ekologicznej państwa. Zebrane pieniądze były następnie dzielone według specjalnego algorytmu do dyspozycji poszczególnych kategorii funduszy. Największym dysponentem był NFOŚiGW. Reszta środków dzielona była pomiędzy 49 funduszy wojewódzkich oraz fundusze gminne; ich najbardziej znaczącym wpływem były opłaty za eksploatację kopaliny. Stąd tylko kilkadziesiąt gmin (tzw. gminy górnicze) miało wysokie wpływy z tego tytułu. Reszta otrzymywała wpłaty głównie z opłat za wycinkę drzew, co czyniło większość tych instytucji bardzo słabymi.

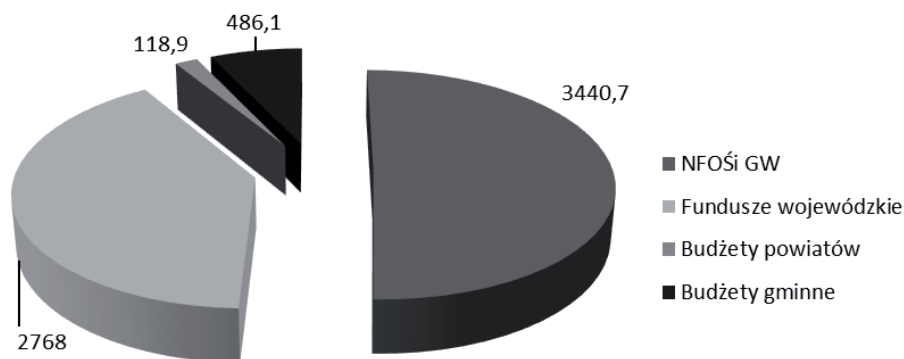
W roku 1998 dokonano reformy administracyjnej kraju, w wyniku której zmniejszono do 16 liczbę województw oraz powołano 370 powiatów. Reforma ta wpłynęła na reorganizację systemu funduszy ekologicznych. I tak oprócz Narodowego Funduszu Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej istniało 16 Wojewódzkich Funduszy Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej, 370 powiatowych funduszy i ponad 2 tys. funduszy gminnych. Cały system funkcjonował w oparciu o ustawę z 2001 roku Prawo ochrony środowiska. Zbierane kar i opłat stało się obowiązkiem administracji samorządowej województwa, reprezentowanej przez marszałka województwa. Można uznać, że nastąpiło coraz silniejsze powiązanie fundu-

⁹ Od początku istnienia NFOŚiGW posiadał osobowość prawną. W roku 1993 WFOŚiGW otrzymały osobowość prawną, powołano też Gminne Fundusze Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej – bez osobowości prawnej.

szy z zadaniami i celami działań samorządów terytorialnych¹⁰.

Niebawem okazało się, że wprowadzony w 1998 roku system funduszy jest w dużej mierze nieefektywny. W związku z tym w roku 2010 postanowiono zrezygnować z istnienia funduszy powiatowych i gminnych. Dotychczasowe dochody tych funduszy zostały włączone do budżetów gmin i powiatów pod warunkiem, że powiaty i gminy przeznaczą na ochronę środowiska sumy nie mniejsze niż dotychczasowe wydatki funduszy powiatowych i gminnych na ten cel. Aktualne wydatki na ochronę środowiska poszczególnych kategorii funduszy (a także celowych budżetów gmin i powiatów) pokazuje Wykres 5.

Rys. 5. Wydatki funduszy ekologicznych na ochronę środowiska w roku 2015 (wg. GUS 2016), w mln PLN



System funkcjonuje na podstawie ustawy z 27 kwietnia 2001 r. prawo ochrony środowiska (Dz.U. z 2013 r. poz. 1232 z późn. zm.) oraz statutu nadanego funduszowi przez Ministra Środowiska w dniu 7 grudnia 2010 r.

Nadzór nad NFOŚiGW sprawuje Minister Środowiska, który określa główne kierunki jego działalności (priorytety) oraz powołuje jego Radę Nadzorczą, która zgodnie z ustawą z 2001 r. prawo

¹⁰ W roku 2017 Sejm na wniosek posłów PIS przegłosował zmiany w prawie o ochronie środowiska, które przekazały nadzór nad WFOŚiGW w ręce administracji rządowej. I tak władze samorządowe delegują do rad nadzorczych tylko jednego członka, a wojewodowie aż czterech. Zmiany te tłumaczone są koniecznością zapewnienia większej efektywności funkcjonowania funduszy i obniżenia kosztów ich działalności.

ochrony środowiska składa się z 10 członków. Zgodnie ze wspomnianą ustawą, w jej skład muszą wchodzić przedstawiciele organizacji pozarządowej oraz ogólnopolskich związków samorządów terytorialnych. Minister powołuje też, w oparciu o postępowanie konkursowe, Zarząd Funduszu (prezesa, wiceprezesów). Radę Nadzorczą określa szczegółowy program działań funduszu i zasady przyznawania wsparcia finansowego zgodnie z priorytetami określonymi przez Ministra. Obecnie działalność Funduszu oparta jest o „Strategię działania Narodowego Funduszu Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej na lata 2013-2016 z perspektywą do 2020 roku”. Preferowane są następujące priorytety działań pro środowiskowych:

- ochrona i zrównoważone gospodarowanie zasobami wodnymi;
- racjonalne gospodarowanie odpadami i ochrona powierzchni ziemi;
- ochrona atmosfery;
- ochrona różnorodności biologicznej i funkcji ekosystemów.

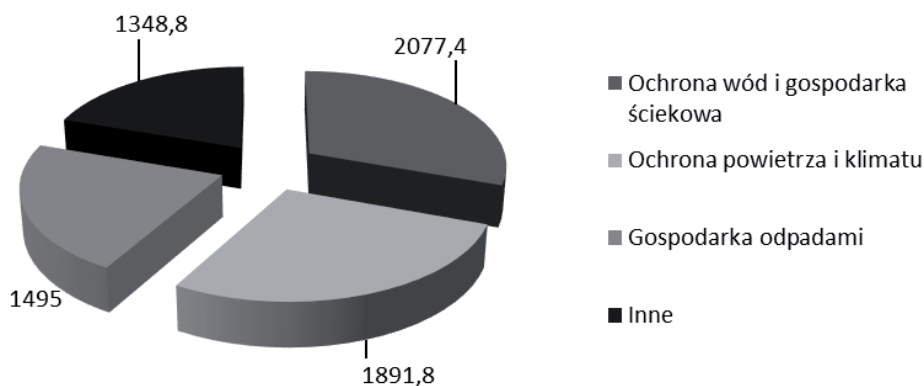
W ramach poszczególnych priorytetów realizowane są również projekty związane z:

- edukacją ekologiczną;
- zabieganiem zagrożeniom;
- wspieraniem systemów zarządzania środowiskowego (**Rys 6**).

Rady Nadzorcze Funduszy Wojewódzkich powoływane są przez Ministra Środowiska. W ich składach muszą znajdować się przedstawiciele wojewodów i NFOŚ i GW – co ma zapewnić spójność w funkcjonowaniu z celami polityki państwa. Jedno miejsce jest zarezerwowane dla przedstawicieli samorządu wojewódzkiego.

W latach 1989-2013 NFOŚiGW zrealizował dopłaty do 19 tysięcy projektów na łączną sumę 33, 1 mld PLN dla inwestycji o całkowitej wartości ponad 130 mld PLN.

Rys. 6. Wydatki funduszy ekologicznych na poszczególne sektory ochrony środowiska w roku 2015 w mln PLN (wg GUS 2016)



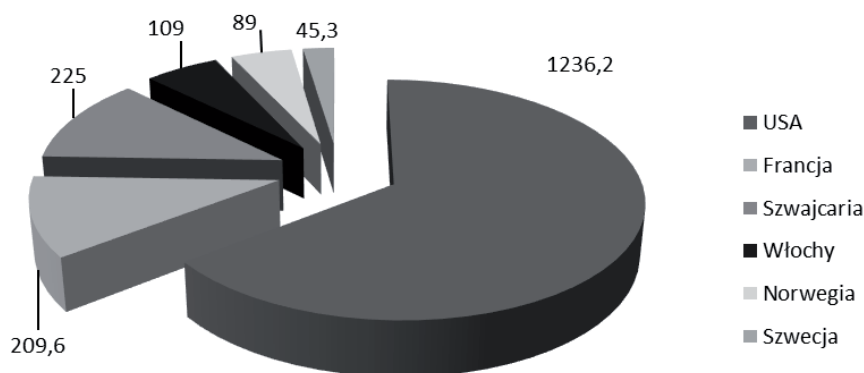
Podkreślić należy, że obecnie fundusze ekologiczne odgrywają kluczową rolę w dofinansowaniu inwestycji finansowanych z funduszy europejskich. W latach 1995-2013 za pośrednictwem NFOŚiGW sfinansowano z funduszy europejskiej przedsięwzięcia na łączną sumę 19,6 mld PLN.

Bardzo ciekawą i efektywną instytucją finansową był EkoFundusz, który funkcjonował w Polsce w latach 1991-2010. Instytucja ta powstała przy okazji układu między Polską a członkami tzw. Klubu Paryskiego, który grupuje państwa-wierzycieli. W wyniku układu, pod warunkiem spłaty całości zadłużenia do roku 2010, umorzono jego część oraz wprowadzono zapis, który umożliwiał tzw. „ekokonwersję”, czyli przeznaczenie do 10% zadłużenia w stosunku do poszczególnych państw, na inwestycje ekologiczne w Polsce. Z tej możliwości skorzystały następujące państwa: USA, Francja, Szwecja, Szwajcaria, Norwegia Włochy (Rys. 7).

EkoFundusz miał charakter fundacji nadzorowanej przez Ministra Finansów. Jego Radę stanowili przedstawiciele państw-donatorów oraz członkowie delegowani przez Ministrów Środowiska, Finansów oraz Skarbu. Zarząd powoływany był przez Radą Nadzorczą, a jego Prezesem przez cały niemal okres funkcjonowania był profesor Maciej

Nowicki, dwukrotny minister środowiska i współautor reformy systemu zarządzania środowiskiem na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych.

Rys. 7. Wpływy z tytułu ekonwersji długu z poszczególnych krajów – donatorów w mln PLN (wg. Sitnicki 2010)



EkoFundusz oferował bezzwrotne dofinansowanie (granty) dla inwestycji ekologicznych z następujących dziedzin: ochrona wód, ochrona powietrza i klimatu (a w tym dofinansowanie instalacji poprawiających efektywność funkcjonowania klasycznej energetyki ciepłej, wykorzystanie biomasy, promocja energetyki solarnej), utylizacja odpadów. EkoFundusz angażował się także w działania na rzecz ochrony gatunkowej zwierząt, rekultywację terenów leśnych (Nowicki, Sitnicki..., 2007). W przypadku konkursów na wykonanie inwestycji lub dostaw wyposażenia dla instalacji służących ochronie środowiska, pierwszeństwo miały firmy pochodzące z krajów donatorów. Wszystkie projekty zgłaszane do uzyskania pomocy finansowej ze strony EkoFunduszu były dokładnie oceniane przez ekspertów funduszu pod kątem ich celowości i efektywności ekologicznej, a następnie po ich pozytywnej ocenie przedstawiane przez Zarząd Radzie Fundacji celem akceptacji

Ogółem dochody fundacji z ekokonwersji wyniosły 1990 mln PLN (w tym odsetki bankowe). Z sumy tej na różne cele wydano

następujące kwoty: ochrona powietrza 227 mln PLN, ochrona wód 480 mln PLN, ochrona klimatu 759,7 mln PLN, ochrona przyrody 280,7 mln PLN, zagospodarowanie odpadów 242,8 mln PLN (Sitnicki...,2010)

EkoFundusz zawdzięczał swe powodzenie sprawnemu zarządzaniu, ścisłej i fachowej kontroli realizacji projektów od początku ich realizacji aż po zakończenie, przejrzystości reguł działania a także nadzorowi ze strony obecnych stale w organie nadzorczym funduszu – Radzie – przedstawicieli państw-donatorów. Podkreślić należy że co roku sprawozdania finansowe funduszu badane były przez uznane firmy audytorskie. Doświadczenia funduszu pod kątem przejrzystości reguł oceny projektów i ich realizacji były wykorzystywane przez inne instytucje zajmujące się finansowaniem zadań z dziedziny ochrony środowiska. Według oceny fachowców, a także końcowemu audytowi działalności EkoFunduszu wykonanej przez firmę audytorską Ernst&Young oraz ekologiczny **think tank** Instytut na rzecz Ekorozwoju, projekty finansowane z tego źródła miały wyjątkową wysoką efektywność i nie zdarzały się projekty „nietrafione”. Ciekawostką może być fakt, że w roku 2002 na Światowym Szczycie Zrównoważonego Rozwoju w Johannesburgu (WSDS), poświęconym m.in. zwalczaniu ubóstwa w najbardziej ubogich (i bardzo zadłużonych) krajach świata, doświadczenia Ekofunduszu były prezentowane jako przykład możliwy do zastosowania przy likwidowaniu zadłużenia w takich państwach z jednoczesnym wspieraniem inwestycji.

EkoFundusz uległ ostatecznej likwidacji po roku 2010, kiedy to Polska zakończyła spłaty swych zobowiązań wobec państw Klubu Paryskiego. W 2011 roku dokonano pozostałych likwidacji aktywów Funduszu. W uzgodnieniu z donatorami aktywa te przekazano NFOŚi GW oraz Ministerstwu Środowiska z zobowiązaniem przekazania ich na rzecz projektów ekologicznych zgodnych z celami EkoFunduszu w perspektywie do końca roku 2014.

5. Miejsce funduszy europejskich w finansowaniu ochrony środowiska w Polsce

Po politycznych zmianach na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych, Polska stała się beneficjentem pomocy zagranicznej mającej wspomóc procesy transformacyjne w naszym kraju. Pomoc ta dotyczyła również ochrony środowiska, gdyż Polska uchodziła w tym czasie za jeden z krajów o najbardziej zanieczyszczonym środowisku. W latach dziewięćdziesiątych w Polsce działały w tym zakresie Bank Światowy oraz agencje pomocowe kilku krajów jak USAID ze Stanów Zjednoczonych, SIDA ze Szwecji, JAICA z Japonii czy też duńska DANIDA. Agencje te były zaangażowane w szereg projektów ekologicznych. Według danych GUS z 2001 r. (cyt. za Radziejowski..., 2002) w okresie tym najbardziej aktywni byli w naszym kraju Duńczycy, którzy uczestniczyli w sfinansowaniu 176 projektów na łączną sumę 73,5 mln USD, na drugim miejscu plasowały się Stany Zjednoczone (10 projektów za 36,6 mln USD)¹¹ a na trzecim Holandia (36 projektów za 36,1 mln USD). Łącznie w ramach pomocy bilateralnej Polska uzyskała 263,4 mln USD na ochronę środowiska (20 lat na rzecz ekorozwoju..., 2009). W tym samym czasie, od 1989 r. Polska korzystała z funduszy pomocowych Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej – od 1993 r. Unii Europejskiej. Był to fundusz PHARE, z którego w pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych finansowano nie tylko inwestycje, ale także różnego rodzaju ekspertyzy – czasami o dość problematycznej przydatności w warunkach naszego kraju. Efektywność środków pomocowych zwiększyła się po podpisaniu układu stowarzyszeniowego pomiędzy RP a UE w 1994 r., a zwłaszcza od roku 1998, kiedy rozpoczęły się formalne negocjacje o członkostwo w Unii. Wtedy to fundusze PHARE oraz nowy Fundusz ISPA stały się funduszami przedakcesyjnymi. Projekty realizowane z Funduszu PHARE zostały podzielone na projekty inwestycyjne oraz projekty wzmocnienia

¹¹ Zauważyć należy, że USA były najbardziej aktywnym uczestnikiem ekokonwersji polskiego zadłużenia poprzez EkoFundusz przekazując na jego konto blisko 10% należnych wierzytelności, czyli 370, 6 mln USD, co stanowiło ponad 64% całości wpływów fundacji. (Sitnicki..., 2010).

instytucjonalnego, realizowane głównie w formie tzw. porozumień bliźniaczych (*twinning*)¹².

W ramach komponentu inwestycyjnego finansowano zadania zwłaszcza w zakresie gospodarki wodnej oraz ochrony powietrza. Głównym beneficjentem środków inwestycyjnych były samorządy terytorialne oraz instytucje administracji rządowej. Istniał także stosunkowo niewielki tzw. wielonarodowy sektor PHARE¹³, gdzie były realizowane projekty dotyczące technicznych problemów wdrażania dyrektyw unijnych ochrony środowiska.

Wprowadzony od końca lat dziewięćdziesiątych Instrument Przedakcesyjnej Polityki Strukturalnej ISPA I (*Instrument for Structural Policies for Pre-Accession*) był w intencji Unii programem przygotowawczym dla państw kandydujących do uczestnictwa w Funduszach Kohezji. Program ten, ustanowiony przez Radę Unii Europejskiej w 1999 roku, był skierowany na realizację poważnych zadań (teoretycznie powyżej 5 mln euro, praktycznie więcej) w zakresie ochrony środowiska (gospodarka wodna i ściekowa, ochrona powietrza, gospodarka odpadami). Pieniądze na te cele (wysokości ok. 175 mln euro rocznie) były wykorzystywane według, opracowanej przez Ministerstwo Środowiska w 1999 r. „Strategii wykorzystania funduszu ISPA jako instrumentu uzupełniającego polityki ekologicznej w okresie przedakcesyjnym”. Dokument ten opierał się na dokumencie „Narodowy Program Przygotowań do Członkostwa” (Radziejowski..., 2002). Projekty PHARE i ISPA były realizowane także w ramach budżetu unijnego na lata 2000-2006. W początkowym okresie naszego członkostwa w UE (2004-2006) w Polsce funkcjonował *Zintegrowany Program Operacyjny Rozwoju Regionalnego* (ZPORR). Z funduszu tego pozyskano na rzecz ochrony środowiska ok. 2,5 mld euro.

Obecnie Polska jako członek UE korzysta z pieniędzy unijnych w ramach programów dotyczących rozwoju strukturalnego i fundu-

¹² *Twinning* realizowany był w formie porozumień między instytucjami polskimi a instytucjami krajów członkowskich, w ramach których strona unijna pomagała we wdrożeniu przepisów i procedur unijnych w polskiej administracji poprzez szkolenia, misje ekspertów, doradców, zakup sprzętu służącego unowocześnieniu administracji.

¹³ RAEP – „Regionalny program pomocy w obszarze Środowisko”.

szu spójności na takich samych zasadach jak reszta członków UE. Polska jest obecnie płatnikiem „uprzywilejowanym”, gdyż nasze wpłaty do wspólnego budżetu Unii wynoszą około 1/4 korzyści, które otrzymujemy. W ramach perspektywy finansowej 2007-2013 sprawy ochrony środowiska realizowane były w postaci polityki spójności w ramach funduszy: Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego (EFRR) oraz Funduszu Spójności (Kohezji). Głównymi odbiorcami pomocy w ramach Funduszu Spójności (FS) są jednostki samorządu terytorialnego, tworzone przez nie związki gmin lub inne podmioty publiczne, np. przedsiębiorstwa komunalne będące własnością gminy. Fundusz ten wspiera następujące dziedziny w zakresie ochrony środowiska:

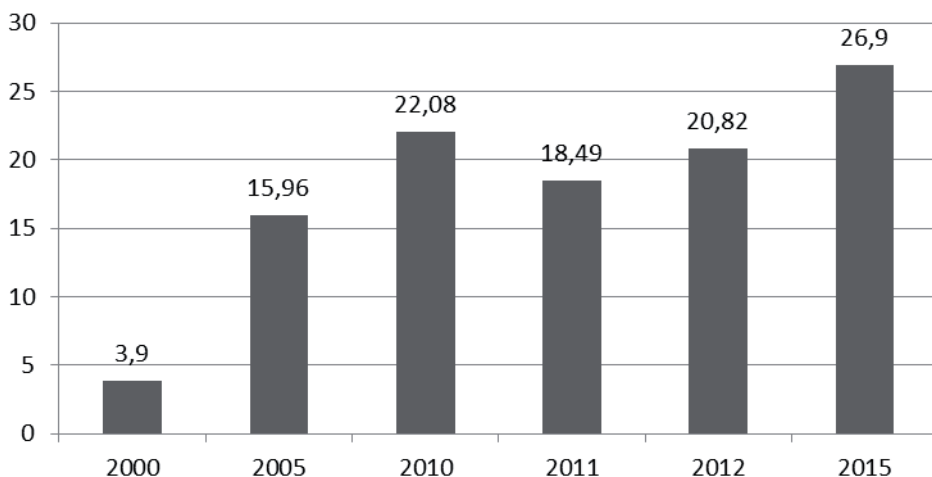
- poprawa jakości wód powierzchniowych;
- polepszenie jakości i dystrybucji wody przeznaczonej do picia;
- racjonalizacja gospodarki odpadami i ochrona powierzchni ziemi;
- poprawa jakości powietrza;
- zapewnienie bezpieczeństwa przeciwpowodziowego,
- Od czasu naszego członkostwa w UE udział środków zagranicznych w nakładach inwestycyjnych na ochronę środowiska przybrał poważne rozmiary, co pokazuje **Rys. 8**.

Ogólne zasady funkcjonowania funduszy europejskich w Polsce były zgodne z Narodowymi Strategicznymi Ramami Odniesienia 2007-2013. Środki na ochronę środowiska musiały być także wydawane na cele zgodne z VI programem działań UE w ochronie środowiska „Europa 2010 – Nasza Przyszłość Nasz Wybór”. (2000-2012) .Zakładał on:

1. powstrzymanie zmian klimatu (ograniczenie do lat 2008-2012 emisji gazów cieplarnianych 8% w stosunku do roku 1999, zgodnie z protokołem z Kioto,
2. ochronę przyrody i różnorodności biologicznej – ochronę rzadkich zasobów naturalnych,
3. zapewnienie odpowiednich relacji środowisko – zdrowie,

4. zrównoważone wykorzystanie zasobów naturalnych, ograniczenie wytwarzania odpadów

Rys. 8. Udział środków zagranicznych w nakładach inwestycyjnych na ochronę środowiska w latach 2000-2015 (w %), Wg GUS 2016



W Polsce cele te zostały zaadaptowane w politykach ekologicznych i sektorowych w tym „Strategii Rozwoju Kraju na lata 2007-2015”, w zasadach Narodowych Strategicznych Ram Odniesienia 2007-2013 oraz III Polityce Ekologicznej Państwa (Polityka..., 2009).

Od roku 2007 realizowano w Polsce budżet unijny na lata 2007-2013 za pośrednictwem sektorowego Programu Operacyjnego „Infrastruktura i Środowisko” oraz 16 regionalnych programów operacyjnych.

W ramach Programu Operacyjnego Infrastruktura i Środowisko realizowano 15 priorytetów, a w tym 8 dotyczących ochrony środowiska:

- gospodarki wodno-ściekowej;
- gospodarki odpadami i ochrony powierzchni ziemi;
- bezpieczeństwa ekologicznego;

- przedsięwzięć dostosowujących przedsiębiorstwa do wymogów ochrony środowiska;
- ochrony przyrody i kształtowanie postaw ekologicznych;
- transportu przyjaznego środowisku;
- infrastruktury energetycznej przyjaznej środowisku;
- bezpieczeństwa energetycznego.

Łącznie na realizację PO IiŚ przeznaczono 37,7 mld euro, z czego środki UE wyniosły 28,3 mld euro a wkład krajowy 9,4 mld euro. Z sumy tej na inwestycje służące bezpośrednio ochronie środowiska przeznaczono 5,1 mld. Środki służące ochronie środowiska znalazły się także w działaniach przeznaczonych na transport i energetykę.

Aktualnie Unia rozpoczęła realizację 7 Programu Działań na rzecz Środowiska (EAP) „Dobra jakość życia z uwzględnieniem ograniczeń naszej planety” (*Livingwell, within the limits of our planet*). Program ten ma wspierać wizję relacji człowiek – środowisko do roku 2050. Program wskazuje na konieczność realizacji 3 celów: wzmocnienie naturalnego kapitału Unii, rozwijanie gospodarki zasobooszczędnej i niskoemisyjnej, ochrona zdrowia obywateli. Program Infrastruktura i Środowisko na lata 2014-2020 ma w Polsce przyczynić się do realizacji tych celów¹⁴.

Kolejnym programem z którego może korzystać Polska jako członek UE jest Program LIFE +. Jest to jedyny program unijny ukierunkowany wyłącznie na ochronę środowiska. Składa się on z czterech komponentów tematycznych:

- przyroda i różnorodność biologiczna;
- polityka i zarządzanie w zakresie środowiska;
- informacja i komunikacja;
- promowanie innowacyjności na rzecz środowiska.

Nabór wniosków dotyczących tego programu odbywa się za pośrednictwem Komisji Europejskiej. Ma on charakter konkursu

¹⁴ Szczegółowe informacje na temat realizacji Programu Operacyjnego Infrastruktura i Środowisko można znaleźć na stronie Portalu Funduszy Europejskich (<http://www.pois.gov.pl/>).

otwartego dla instytucji, ale także dla osób prywatnych. W Polsce punkt kontaktowy Programu LIFE+ zlokalizowany jest w NFOŚiGW.

Polska jako członek UE jest od 2003 roku członkiem Europejskiego Obszaru Gospodarczego (EOG), który stanowi 27 krajów Unii Europejskiej oraz Norwegia, Lichtenstein i Islandia. W związku z tym korzystamy z tzw. funduszu EOG oraz funduszu norweskiego. W latach 2004-2009 Polska otrzymała 533, 51 mln euro, z czego część przeznaczona była na projekty dotyczące ochrony środowiska.

Podsumowanie

W ciągu ostatnich 25 lat Polska zbudowała nowoczesny i skuteczny system ochrony środowiska. Ważnym jego elementem jest system finansowy. Obejmuje on wyspecjalizowane narzędzia jak Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej oraz Wojewódzkie Fundusze Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej. Zasady działania tych funduszy zapewniają skuteczny dopływ środków oraz przejrzysty i efektywny sposób ich wydawania na najbardziej niezbędne działania pro-środowiskowe. W pierwszej dekadzie naszej transformacji fundusze ekologiczne były praktycznie podstawowym i największym źródłem pożyczek długoterminowych, niezbędnych do realizacji poważnych inwestycji, takich jak systemy wodociągowe i kanalizacyjne czy też oczyszczalnie ścieków. Fundusze ekologiczne obejmują w zasadzie wszelkie formy działań na rzecz środowiska i są ściśle związane z administracją rządową, jak i regionalną administracją samorządową. Pozwala to na wzmocnienie skuteczności polityki ochrony środowiska zarówno na szczeblu krajowym, jak i wojewódzkim. Podkreślić należy, że system funduszy ekologicznych w naszym kraju spotkał się z bardzo pozytywną oceną OECD i Banku Światowego. Ta ostatnia instytucja rekomendowała wręcz polskie doświadczenia do wdrożenia w krajach rozwijających się.

Bardzo efektywna okazała się idea ekokonwersji. Polski pomysł na zamianę części naszego zadłużenia państwowego pochodzącego jeszcze z lat siedemdziesiątych na inwestycje w zakresie ochro-

ny okazał się bardzo skuteczny. Bezzwrotne dotacje zasiliły szereg inwestycji, nieraz o nowatorskim charakterze. EkoFundusz wprowadził do naszej praktyki bardzo ciekawy system merytorycznego nadzoru nad realizacją dotowanych projektów i współpracy z jego realizatorami.

Doświadczenia w realizacji projektów w ramach NFOŚiGW, funduszy wojewódzkich oraz EkoFunduszu pozwoliły na sprawne wdrożenie się do korzystania z funduszy europejskich. Nasze doświadczenia w ich absorpcji są bardzo pozytywne. Polska wykazała się największą sprawnością w realizacji projektów środowiskowych zarówno w okresie przedakcesyjnym, jak i w okresie 10 lat naszego członkostwa w UE. Tylko niewiele pieniędzy planowanych na ochronę środowiska nie zostało wydanych. Fundusze europejskie stanowiące bezzwrotne dotacje odgrywają obecnie bardzo dużą rolę w dofinansowaniu inwestycji. Aktualnie około 20% środków przeznaczonych na inwestycje w tym zakresie stanowią fundusze europejskie. Pamiętać jednak należy, że warunkiem ich otrzymywania jest konieczność wdrażania prawa unijnego oraz programów działań w tym zakresie, Stąd niezbędna jest znajomość dokumentów unijnych w tym zakresie oraz ich przestrzeganie.

Analizując źródła finansowania ochrony środowiska w Polsce pamiętać należy o wysokich kosztach, które ponoszą gospodarstwa domowe dla realizacji zadań w tym zakresie. Gospodarstwa domowe są zobowiązane do wnoszenia opłat za dostawę wody, odprowadzania ścieków, zbiórkę odpadów. Ponoszą też, w cenach dostaw energii, część opłat, które dostawcy i producenci energii muszą płacić w ramach opłat środowiskowych. Wysokość obciążeń gospodarstw domowych kosztami środowiskowymi jest trudna do dokładnego oszacowania wobec faktu, że właściwie wszystkie towary, które nabywają gospodarstwa obciążone są kosztami środowiskowymi, które wkalkulowane są w ich cenach. To samo dotyczy usług.

Prawdopodobnie po roku 2020 należy się liczyć z tym, że coraz więcej kosztów utrzymania urządzeń ochrony środowiska, a także

kosztów ich rekonstrukcji czy też kosztów budowy nowych obiektów nie będzie mogła być pokrywana z dotacji ze środków publicznych. Należy się więc spodziewać komercjalizacji dużej części działań na rzecz ochrony środowiska i przenoszenia kosztów ich realizacji na użytkowników.

Literatura

1. *Ekonomia ekosystemów i bioróżnorodności w polityce lokalnej i regionalnej*. Poradnik TEEB (od ang. *The Economics of Ecosystems and Biodiversity*) usługi ekosystemowe w gospodarce miejskiej, Wydanie polskie: Fundacja Sędzimira, Kraków 2011 (dostępne w formacie PDF na stronie www.uslugiekosystemow.pl).
2. *Green Climate Fund*, <http://www.gcfund.org/>.
3. *Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienie 2007-2013*, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2007.
4. Nowicki M, Sitnicki St, (red), 2007, *Ochrona środowiska w praktyce. 15 lat EkoFunduszu*, Warszawa .
5. *Polityka ekologiczna państwa w latach 2009-2012 z perspektywą do roku 2016*. 2008, Ministerstwo Środowiska, Warszawa (dostępna na stronie MŚ – www.mos.gov.pl).
6. *Polskie doświadczenia realizacji programu małych dotacji Funduszu na Rzecz Globalnego Środowiska SGP/GEF 1994-2007*, Narodowa Fundacja Ochrony Środowiska, Warszawa 2009.
7. *Program Operacyjny Infrastruktura i Środowisko 2014-2020*, Ministerstwo Rozwoju i Infrastruktury, styczeń 2014 (projekt).
8. Radziejowski, J, Niesyto G, Jeziorski J, 2002, *Integracja europejska a ochrona środowiska*, Fundacja Rozwój SGGW, Warszawa.
9. *Rocznik Ochrony Środowiska 2013*, 2015, GUS, Warszawa
10. Szyszko J, Rylke J, Jeżewski P, Dymitryszyn I, (redakcja naukowa), *Ocena i wycena zasobów przyrodniczych* (wyd III), Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2013.
11. Sitnicki St (red), *Fundacja EkoFundusz w liczbach*, Agencja Wydawnicza Alter, Warszawa 2010.
12. *The GEF Small Grants Programme. Polskie doświadczenia realizacji program małych dotacji Funduszu na rzecz Globalnego Środowiska SGP/GEF 1994-2007*, Narodowa Fundacja Ochrony Środowiska, Warszawa 2009.
13. Żylicz T, 2000, *Costing Nature in a Transition Economy. Cas Studies in Poland*, Edward Elgar Publishing Ltd, Cheltenham, UK, Northampton MA, USA.
14. *20 lat na rzecz ekorozwoju. Odnawialne źródło finansowania*. Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej 1989-2009 (red. Walczak K.), NFOŚiGW, Warszawa.
15. Ustawa z dnia 18 sierpnia 2011 o zmianie ustawy o ochronie przyrody oraz niektórych innych ustaw (Dz.U.2011 r, Nr 224, poz.1337).

16. Ustawa z dnia 27 kwietnia 2001 prawo ochrony środowiska - tekst ujednolicony z dnia 23 stycznia 2008 roku – Dz.U. 2008 r, Nr 25, poz.150.

Strony internetowe

1. Ministerstwo Infrastruktury i Rozwoju (www.mir.gov.pl)
2. Ministerstwo Środowiska (www.mos.gov.pl)
3. Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej (www.nfosigw.gov.pl)
4. Portal Funduszy Europejskich <http://www.pois.gov.pl/>
5. Portal Funduszy Norweskich i EOG na lata 2009 - 2014 (<http://www.eog.gov.pl/>)
6. Usługi ekosystemów w mieście” <http://uslugiekosystemow.pl/?q=baza-wiedzy/uslugi-ekosystemow/co-to-sa-uslugi-ekosystemow> (dostępne 15.06.2014)

Janusz Radziejowski*

*** Dr Janusz Radziejowski, wykładowca we Wszechnicy Polskiej Szkole Wyższej w Warszawie.**

Wiesław Szczęsny

Ryzyko operacyjne w działalności inwestycyjnej przedsiębiorstwa

Streszczenie

Celem artykułu jest wykazanie, że wybór projektu inwestycyjnego powinien uwzględniać nie tylko postulat maksymalizacji przepływów pieniężnych, ale także minimalizacji ryzyka operacyjnego. Autor dowodzi, że stosowane metody wyceny inwestycji koncentrują się na maksymalizacji przepływów a pomijają ich strukturę, która wpływa na wielkość konwencjonalnych wskaźników rentowności.

Słowa kluczowe

ryzyko operacyjne, projekt inwestycyjny, wartość bieżąca netto, przepływy pieniężne, amortyzacja, wskaźniki rentowności.

Abstract

The aim of the article is to demonstrate that the choice of an investment project associated with a risk of operating decision. The author argues that the methods used for the valuation of investments are focused on maximizing the cash flows and ignore their structure. The structure of the cash flows has a great influence on the profitability ratios.

Keywords

operating risk, capital project, net present value, cash flows, depreciation, profitability ratios.

1. Istota ryzyka

Działalność gospodarcza od zawsze była i jest związana z ryzykiem rynkowym. Znaczące badania w tym zakresie podjął F. Knight na początku dwudziestego wieku. Wykazał, że wyciąganie wniosków na podstawie obserwacji częstotliwości wystąpienia zdarzenia w przeszłości jest obarczone ryzykiem. Przedsiębiorcy prognozują przyszłość w oparciu o zdarzenia, jakie miały miejsce w przeszłości i zwykle nie potrafią rozpoznać momentu, w którym warunki gospodarowania zaczynają się poprawiać, a kiedy pogarszać. Reagują dopiero wówczas, kiedy pogarszają się wyniki ich działalności. Dzieje się tak, ponieważ w biznesie występuje element niepewności. Każde zdarzenie jest na tyle wyjątkowe, że liczba zdarzeń takich samych lub bardzo podobnych jest mała. Tak mała, że trudno na ich podstawie oszacować prawdopodobieństwo wystąpienia konkretnego zdarzenia. Dlatego wprowadził on do literatury dwa pojęcia, niepewność mierzalną i niepewność niemierzalną. Jeżeli niepewność jest mierzalna to mamy do czynienia z ryzykiem, a jeżeli jest ona niemierzalna, to z niepewnością *sensu stricto*. Konkludując, jeżeli znane jest prawdopodobieństwo wystąpienia danego zdarzenia to mamy do czynienia z ryzykiem, jeżeli prawdopodobieństwa nie można oszacować wówczas pojawia się niepewność.

W nowszej literaturze podkreśla się praktyczne znaczenie ryzyka i jego skutki w działalności inwestycyjnej przedsiębiorstwa. Na uwagę zasługują dwie definicje ryzyka. Według F. Mishkina ryzyko jest to stopień niepewności związany ze zwrotem aktywów¹. Szerzej określa ryzyko T. Kaczmarek. Według niego jest to możliwość zaistnienia zdarzeń niezależnych od działającego podmiotu, których nie można przewidzieć i nie można im zapobiec². Wynika ono z faktu podejmowania decyzji dotyczących przyszłości, a jego źródłem jest złożoność i zmienność procesów gospodarczych.

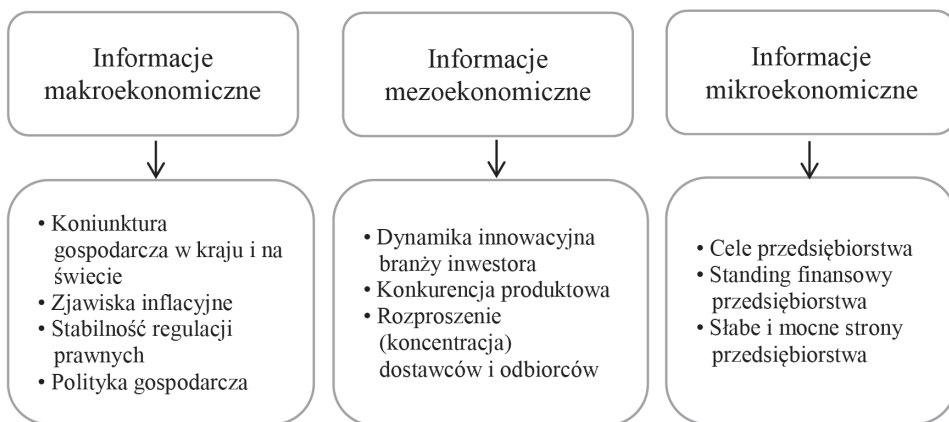
Ryzyko jest funkcją ilości i wiarygodności informacji, jakie są do dyspozycji w chwili podejmowania decyzji inwestycyjnej. Zasoby

1 F.S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, WN PWN, Warszawa 2002, s. 914.

2 T.T. Kaczmarek, *Ryzyko i zarządzanie ryzykiem, ujęcie interdyscyplinarne*, Difin, Warszawa 2005, s. 49.

informacji wykorzystywane przez management przedsiębiorstwa można podzielić na trzy rodzaje: makroekonomiczne, mezoekonomiczne i mikroekonomiczne (Rys. 1).

Rys. 1. Zasoby informacji



Źródło: opracowanie własne

Decyzje inwestycyjne zawsze są obciążone ryzykiem, gdyż podejmowane są w warunkach ograniczonej informacji a przepływy pieniężne pojawiają się w przyszłości. Im dłuższy okres zwrotu nakładów tym większe ryzyko. Przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych ważną rolę odgrywają ilościowe metody oceny, z których najczęściej rekomendowaną i stosowaną jest metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych.

2. Założenia metody DCF

Alokacja kapitału jest poszukiwaniem wartości dodanej. Oznacza to wybór takiej inwestycji, której wartość jest wyższa od całkowitych kosztów realizacji. Postulat ten spełnia metoda wartości bieżącej netto (NPV). Wyceny inwestycji dokonuje się na podstawie następującej formuły:

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{\mathbf{E}_t}{(1+k)^t} \Leftrightarrow \sum_{t=1}^n \frac{\mathbf{E}_t}{(1+k)^t} - N_0$$

Wartość NPV powyżej zera oznacza, że inwestycja spełnia postulat wartości dodanej. Aby metoda ta dała zadawalające wyniki konieczne jest oszacowanie parametrów CF , k i N_0 . CF są to przepływy pieniężne netto oczekiwane z inwestycji. Parametr k jest stopę dyskontową odzwierciedlającą wymaganą stopę zwrotu z inwestycji. N_0 są to nakłady poniesione w fazie przygotowawczej. Ten ostatni parametr można stosunkowo łatwo oszacować biorąc pod uwagę aktualne ceny rynkowe urządzeń, materiałów zaopatrzeniowych i usług. Przy danych nakładach początkowych i przyjętej stopie dyskontowej wartość inwestycji NPV będzie tym większa, im większe przepływy pieniężne. I tu pojawia się problem, który jest przedmiotem artykułu. Dużo miejsca w literaturze poświęca się zagadnieniu ryzyka operacyjnego związanego z szacowaniem przepływów pieniężnych. Na ogół przyjmuje się do realizacji scenariusz zapewniający maksymalizację przepływów, natomiast pomija się kwestię ich struktury.

Przepływy pieniężne w poszczególnych latach eksploatacji inwestycji szacuje się na podstawie budżetu inwestycji według formuły:

$$CF = (\text{przychody} - \text{koszty bez amortyzacji}) \times (1 - T) + \text{amortyzacja} \times T$$

Przepływy te kalkulowane są na podstawie oszacowanych wcześniej przychodów, kosztów i wielkości amortyzacji z uwzględnieniem stawki podatku dochodowego T . Zauważmy, że zgodnie z podaną formułą wielkość przepływów pieniężnych składa się z zysku i amortyzacji. Można je maksymalizować zarówno przez wielkość zysku, jak i amortyzacji. Na ogół preferuje się degresywne metody amortyzacji, które wprawdzie sprzyjają wcześniejszemu zwrotowi poniesionych nakładów, ale zmieniają strukturę przepływów pieniężnych.

Znaczenie amortyzacji w procesach alokacji kapitału wynika z funkcji, jakie ona pełni. Po pierwsze wyraża wartość amortyzowanych aktywów, jaka jest przenoszona na produkt lub usługę. Po drugie pełni funkcję kosztową, gdyż wartość rocznego odpisu amortyzacyjnego powiększa koszty operacyjne przedsiębiorstwa.

Po trzecie amortyzacja pełni funkcję finansową, polegającą na gromadzeniu funduszu na odtworzenie zużytych aktywów trwałych. W tym znaczeniu staje się też pewną formą kapitału przedsiębiorstwa, określanego kapitałem amortyzacyjnym³.

Wartość zgromadzonego w poszczególnych latach kapitału amortyzacyjnego zależy od stawki amortyzacyjnej przewidzianej dla danego rodzaju aktywa trwałego oraz przyjętej metody amortyzacji. Dokonując wyboru metody, przedsiębiorstwo decyduje o wielkości tego kapitału w poszczególnych latach użytkowania środka trwałego. Jest to decyzja ważna, gdyż kapitał zgromadzony z odpisów amortyzacyjnych może być w pierwszych latach użytkowania środka trwałego przeznaczony na nowe inwestycje lub działalność operacyjną, a nie na reprodukcję środków amortyzowanych. Stanowi to dodatkowy argument za degresywnymi metodami amortyzacji.

3. Metody amortyzacji

Weźmy pod uwagę dwie metody odpisów: metodę liniową i jedną z metod degresywnych, tzw. metodę odpisów równomiernie malejących (ang. *SOYD - sum-of-the-years method*). Przy zastosowaniu metody liniowej zakłada się, że środki trwałe zużywają się równomiernie w całym okresie eksploatacji. Wynika to z zastosowania jednolitej stawki amortyzacyjnej dla całego okresu użytkowania środka trwałego. Jeżeli przez a_0 oznaczmy wartość początkową środka trwałego a przez n czas jego eksploatacji, to roczny odpis amortyzacyjny wyniesie:

$$A = \frac{100\%}{n} \times a_0$$

Zatem wartość kapitału amortyzacyjnego jest taka sama w każdym roku użytkowania środka trwałego i równa wielkości A . W przypadku amortyzacji degresywnej wartość ta jest zmienna. Odpis amortyzacyjny dla każdego roku t ustala się następująco:

$$A_t = \frac{n + (1 - t)}{[n(n + 1)]/2} \times a_0$$

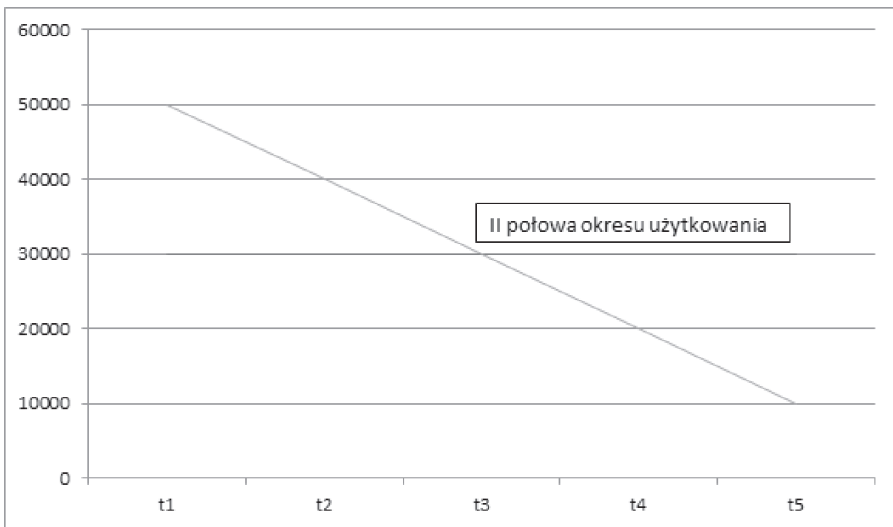
3 J. Iwin-Garzyńska, *Kapitał amortyzacyjny w zarządzaniu finansami*, PWE, Warszawa 2005, s. 34

W rezultacie otrzymujemy ciąg odpisów regularnie malejących:

$$A_1 = \frac{n + (1-1)}{[n(n+1)]/2} \times a_0, \quad A_2 = \frac{n + (1-2)}{[n(n+1)]/2} \times a_0 \quad \dots \quad A_n = \frac{n + (1-n)}{[n(n+1)]/2} \times a_0$$

Na Rys. 2 zilustrowano przypadek środka trwałego o wartości początkowej $a_0 = 150\,000$ zł amortyzowanego przez 5 lat.

Rys. 2. Wartość odpisów amortyzacyjnych w zł



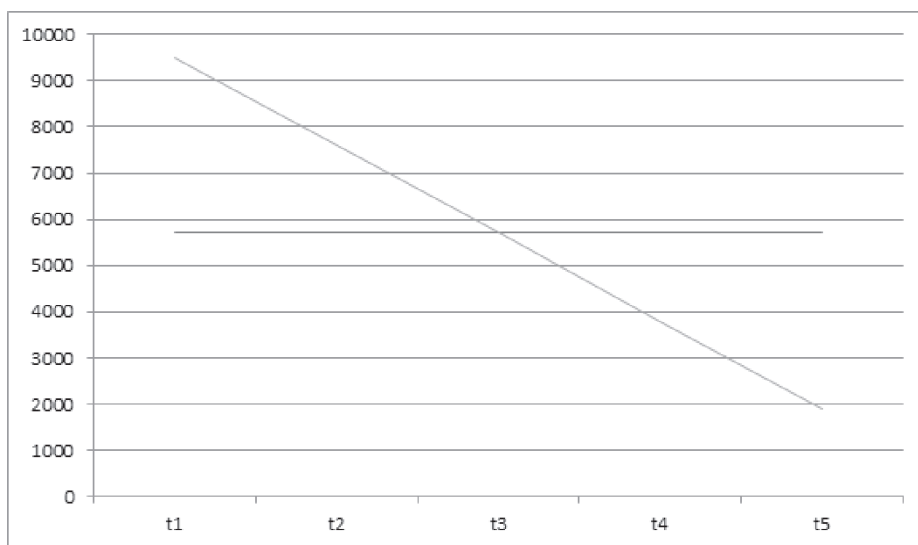
Źródło: opracowanie własne

Pozioma linia ilustruje metodę liniową odpisów amortyzacyjnych a opadająca metodę degresywną. W pierwszym przypadku amortyzacja w sposób równomierny obciąża koszty przedsiębiorstwa. Natomiast amortyzacja degresywna obciąża je nierównomiernie. W pierwszym roku użytkowania koszty z tego tytułu są większe o ponad 66 % w stosunku do odpisu liniowego, a w drugim roku użytkowania o ponad 33%. Po okresie zrównania, który ma miejsce w trzecim roku sytuacja jest odwrotna. Taki rozkład odpisów amortyzacyjnych powoduje, że również oszczędności podatkowe są większe na początku okresu użytkowania środka trwałego i maleją w miarę upływu lat. Przy obowiązującej stawce podatku od osób

prawnych wynoszą one w pierwszym roku 9,5 tys. zł i są większe w stosunku do metody liniowej o 3,8 tys. zł, a w drugim roku o 1,9 tys. zł. Począwszy od okresu t_3 sytuacja się zmienia. Po okresie zrównania oszczędności podatkowe są mniejsze niż w przypadku metody liniowej. Ilustruje to **Rys. 3**.

Pojawia się tu pytanie o konsekwencje wyboru metody amortyzowania dla oceny rentowności przedsiębiorstwa. Metoda degressywna ze względu na większe odpisy w pierwszych latach eksploatacji wpływa na szybszy zwrot zainwestowanego kapitału. Należy jednak mieć na uwadze, że szybsza amortyzacja składników majątkowych wpływa na zmniejszenie zysku netto w pierwszej fazie użytkowania środka trwałego.

Rys. 3. Tarcza podatkowa w zł



Źródło: opracowanie własne

Fakt ten powinien być uwzględniony w polityce finansowej przedsiębiorstwa, gdyż mniejszy zysk netto to niższy poziom wskaźników rentowności takich jak ROE i ROS, a także mniejszy zysk do podziału. Następuje tu sprzeczność interesów. Większa tarcza podatkowa w pierwszym okresie użytkowania daje korzyści

z punktu widzenia wartości bieżącej przyszłych strumieni pieniężnych, co jest niewątpliwie zaletą. Z drugiej jednak strony mniejszy zysk w tym okresie, koliduje z zasadą maksymalizacji korzyści dla właścicieli, a więc z celem strategicznym przedsiębiorstwa. Zmniejszenie zysku na jedną akcję oznacza, że aby utrzymać korzyści akcjonariuszy na tym samym poziomie należałoby zwiększyć udział dywidend a zmniejszyć zysk zatrzymany. Wynika to z faktu, że inwestorzy są mniej pewni zysków kapitałowych niż wypłat z tytułu posiadanych dywidend. Dlatego bardziej cenią dochód z oczekiwanych dywidend. Ten składnik całkowitej stopy dochodu jest mniej ryzykowny niż dochód wynikający z przyrostu wartości akcji⁴.

Ta sprzeczność interesów ma swoje drugie oblicze:

- Po pierwsze, perspektywa większego zysku w przyszłości nie jest pełną rekompensatą, gdyż większe udziały w przyszłości mają mniejszą wartość bieżącą.
- Po drugie, udziały te obciążone są większym ryzykiem, bo ryzyko jest funkcją czasu.
- Po trzecie, dla rozwoju przedsiębiorstwa ważne są nie tylko relacje z udziałowcami, ale także wizerunek przedsiębiorstwa, który odczytywany jest przez pryzmat danych sprawozdawczych.

Wielkość zysku i w rezultacie rentowność przedsiębiorstwa są podstawowymi kategoriami finansowymi określającymi standing przedsiębiorstwa. Są to parametry uwzględniane w relacjach przedsiębiorstwa z jego otoczeniem, a także są ważnym czynnikiem ocen publikowanych przez agencje ratingowe. Wybór metody degresywnej może prowadzić do obniżenia poziomu zysku wykazywanego w rachunku wyników i pogorszenia wizerunku przedsiębiorstwa. Ilustracją tego problemu są dane w **Tabeli 1**, gdzie pokazano proporcje między amortyzacją a zyskiem w sektorze przedsiębiorstw.

4 E.F. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1996, t.2., s. 223

**Tabela 1. Amortyzacja i wynik finansowy
w sektorze przedsiębiorstw**

Wyszczególnienie	Amortyzacja		Wynik finansowy ogółem	
	w mln zł	% kosztów ogółem	w mln zł	% przedsiębiorstw ze stratę
Ogółem	37613,2	5,2	46195,5	30,6
Górnictwo i wydobywanie	2019,8	9,0	4322,9	41,3
Przetwórstwo przemysłowe	13942,5	3,4	21372,4	25,1
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę	4740,7	10,0	9138,9	12,6
Dostawa wody, gospodarowanie ściekami i odpadami, rekultywacja	1304,4	14,1	1456,4	24,2
Budownictwo	1061,8	2,2	-904,5	44,8
Handel, naprawa pojazdów samochodowych	3555,3	8,3	4294,6	34,3
Transport i gospodarka magazynowa	2843,2	7,1	1338,5	32,3
Zakwaterowanie i gastronomia	326,8	8,7	297,6	36,9
Informacja i komunikacja	5805,8	17,9	4106,5	29,1
Obsługa rynku nieruchomości	323,5	3,4	602,7	16,1
Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	560,4	4,0	27,6	29,6
Administrowanie i działalność wspierająca	696,9	5,6	639,4	34,4

Źródło: Wyniki finansowe podmiotów gospodarczych I-VI 2012, GUS, Warszawa 2013

Udział kosztów amortyzacji w kosztach ogółem sugerowałby, że

nie mają one aż tak dużego znaczenia, jak to wynikałoby z tezy głównej artykułu. Tylko w dwóch grupach przedsiębiorstw: czwartej i ósmej koszty te przekraczają 10% kosztów ogółem przedsiębiorstwa. Natomiast porównanie kosztów amortyzacji z poziomem wypracowanego zysku prowadzi już do konkluzji odmiennej. Wielkość amortyzacji w wielu sekcjach przedsiębiorstw jest wyższa niż zysk netto, co oznacza, że jest pozycją dominującą w przepływach pieniężnych. Taka sytuacja ma miejsce w sekcjach „Transport i gospodarka magazynowa”, „Informacja i komunikacja”, „Zakwaterowanie i gastronomia”. Wynika to także z relatywnie małego zysku przedsiębiorstw. Wybór metody amortyzacji jest szczególnie ważny w przypadku przedsiębiorstw o niskiej rentowności. Skutkiem zastosowania degresywnych metod amortyzowania może być strata finansowa wykazana w księgach przedsiębiorstwa. Ten element ryzyka operacyjnego nie zawsze jest uwzględniany w decyzjach zarządczych przedsiębiorstw. W przypadku przedsiębiorstw nierentowych zastosowanie metod degresywnych prowadzi do zwiększenia straty finansowej w pierwszym okresie eksploatacji inwestycji. Z punktu widzenia otoczenia rynkowego jest to czynnik negatywnie wpływający na wiarygodność przedsiębiorstwa i na jego relacje z kontrahentami i wierzycielami. Jak wynika z zaprezentowanych danych ponad 30% ogółu przedsiębiorstw to przedsiębiorstwa ze stratą finansową.

W artykule przedstawiono problem decyzyjny na przykładzie jedynie dwóch metod amortyzacji. Aktualne regulacje prawne umożliwiają amortyzowanie środków trwałych także z wykorzystaniem tzw. amortyzacji ze współczynnikiem. Metodę tę stosuje się dla wybranych grup środków trwałych, które z uwagi na postęp techniczny mają zdecydowanie krótsze okresy ekonomicznej użyteczności, na przykład maszyny i urządzenia produkcyjne czy też sprzęt teleinformatyczny. Wysokość współczynnika unormowana jest przepisami prawa podatkowego⁵. Zastosowanie tej metody powoduje

⁵ Zasady odpisów amortyzacyjnych uregulowane zostały Rozporządzeniem Min. Finansów z dnia 17.01.1997 r. w sprawie amortyzacji środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych, Dz. U. nr 6, poz. 35 z późniejszymi zmianami.

jeszcze większe obniżenie zysku w początkowym okresie użytkowania środka trwałego niż przy wykorzystaniu metody *SOYD*. Rozstrzygnięcie opisanego dylematu nie jest proste, gdyż każde przedsiębiorstwo musi dokonać wyboru między przyrostem kapitału własnego, interesem inwestorów oraz standingiem finansowym przedsiębiorstwa obserwowanym przez różne grupy interesariuszy.

Bibliografia

1. Brigham E.F., *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1996.
2. Iwin-Garzyńska J., *Kapitał amortyzacyjny w zarządzaniu finansami*, PWE, Warszawa 2005.
3. Kaczmarek T.T., *Ryzyko i zarządzanie ryzykiem, ujęcie interdyscyplinarne*, Difin, Warszawa 2005.
4. Mishkin F.S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, WN PWN, Warszawa 2002.
5. *Wyniki finansowe podmiotów gospodarczych*, GUS, Warszawa 2013.

Wiesław Szczęsny*

***Dr hab. Wiesław Szczęsny, wykładowca we Wszechnicy Polskiej Szkole Wyższej w Warszawie.**

Sergiusz Nikołajczuk

Instrumenty dłużne w finansowaniu przedsiębiorstw w Polsce w warunkach spowolnienia gospodarczego

Streszczenie

Celem artykułu jest analiza zmian w wykorzystywaniu przez przedsiębiorstwa niefinansowe dłużnych instrumentów finansowych do finansowania ich działalności w okresie spowolnienia w polskiej gospodarce, tj. w latach 2008-2013, w porównaniu z wykorzystaniem przez nie kredytów bankowych i pożyczek. Autor omawia dyskusję wokół teorii hierarchii źródeł finansowania przedsiębiorstw, zalety emisji obligacji korporacyjnych w porównaniu z kredytowaniem bankowym oraz z emisją przez spółki akcji oraz przedstawia rozwój rynku krótkoterminowych papierów dłużnych i obligacji korporacyjnych w Polsce w analizowanym okresie wraz z omówieniem czynników determinujących dynamikę jego rozwoju.

Słowa kluczowe

Finansowanie, spowolnienie gospodarcze, teoria hierarchii źródeł finansowania, instrumenty dłużne, obligacje korporacyjne, kredyty bankowe, rynek korporacyjnych instrumentów dłużnych.

Abstract

The aim of this article is to analyze the changes in the debt instruments use by non-financial companies to finance their activities during the slowdown in the Polish economy, i.e. in 2008-2013, in comparison with the use of bank credit and loans. The author describes the discussion about the theory

of the hierarchy of sources of enterprises financing, the advantages of corporate bonds issuance in comparison to the bank crediting and the shares issuance by the companies, and presents the development of the short-term debt securities and corporate bonds market in Poland in the analyzed period, together with the discussion about the factors determining the dynamics of its development.

Keywords

Financing, economic slowdown, the theory of the hierarchy of sources of financing, debt instruments, corporate bonds, bank loans, corporate debt instruments market.

Wstęp

Spowolnienie wzrostu gospodarczego, spowodowane globalnym kryzysem finansowo-zadłużeniowym w istotny sposób wpływa na pogorszenie warunków funkcjonowania, a w rezultacie również sytuacji finansowej polskich przedsiębiorstw. Wyraża się to w zwiększeniu liczby przedsiębiorstw przynoszących straty lub/i mających problemy z utrzymaniem płynności finansowej, a także liczby firm dochodzących do stanu upadłości.

Spowolnienie wzrostu polskiej gospodarki w okresie 2008-2013, przejawiało się dwukrotnym istotnym spadkiem tempa wzrostu PKB. Pierwszy raz w latach 2008-2009 oraz po przyspieszeniu wzrostu w dwuleciu 2010-2011, po raz drugi tempo przyrostu PKB spadło w latach 2012-2013. Ponieważ wyraźne symptomy niekorzystnych zmian w roku 2008 ujawniły się dopiero w IV kwartale, to liczba upadających przedsiębiorstw znacznie, bo o ponad 60%, wzrosła w 2009 r. w stosunku do roku poprzedniego¹. Następnie w latach 2010-2011 liczba bankrutujących firm w naszym kraju wzrastała w bardzo niewielkim stopniu. Natomiast w 2012 r. liczba upadających przedsiębiorstw ponownie wzrosła istotnie, bo o ponad 18% i wzrosła radykalnie, bo aż o ponad 50% w 2013 r., a więc najszybciej od lat.²

1 Od 2002 r. do 2008 r. liczba upadających przedsiębiorstw w Polsce rokrocznie malała.

2 Według danych KUKE.

Doboru źródeł finansowania przedsiębiorstwa dokonują pod wpływem oddziaływania bardzo wielu czynników wewnętrznych i zewnętrznych determinujących dostępność różnych form kapitału i ich cenę. Przed ostatnim kryzysem finansowym z lat 2008-2009 istotnie rosło znaczenie rynku finansowego oferującego coraz więcej zdywersyfikowanych zewnętrznych źródeł kapitału, dających możliwości substytucji tradycyjnych źródeł finansowania przez rynkowe innowacyjne instrumenty finansowe. Istotne spowolnienie wzrostu polskiej gospodarki wywarło silny wpływ na finanse naszych przedsiębiorstw. Pozyskiwanie przez nie źródeł finansowania jest dziedziną szczególnie narażoną na negatywne jego skutki. W warunkach znacznego spowolnienia wzrostu gospodarki czerpanie środków finansowych przez przedsiębiorstwa z rynku finansowego staje się wielce utrudnione. W takiej sytuacji zaistniałej w gospodarce rynek finansowy nie jest w stanie w sposób efektywny wypełniać jego podstawowej funkcji pośrednictwa między podmiotami poszukującymi kapitału a podmiotami posiadającymi jego nadwyżki. W sytuacji malejącego popytu na produkty i usługi przedsiębiorstw następuje bowiem wzrost ryzyka związany z wykorzystaniem kapitału a przez to także z jego pożyczaniem. Ten wzrost ryzyka powoduje ograniczenie dostępności zewnętrznych źródeł ich finansowania, w tym także polegających na emisji papierów wartościowych, zarówno udziałowo-własnościowych jak i wierzytelnościowo-dłużnych. Do tego spadek rentowności przedsiębiorstw ogranicza ich możliwości samofinansowania, tj. zasilań wewnętrznego.

1. Dyskusja wokół teorii hierarchii źródeł finansowania przedsiębiorstw

Każde przedsiębiorstwo powinno dążyć do ukształtowania optymalnej struktury źródeł i metod finansowania. Struktura ta powinna być przede wszystkim dostosowana do realizacji podstawowego celu jego działalności, a mianowicie do wzrostu jego wartości w długim okresie przy jednoczesnym dążeniu do jak najniższego kosztu tego finansowania.

Z punktu widzenia źródeł pochodzenia kapitału wyróżniamy finansowanie zewnętrzne i wewnętrzne. Przy czym finansowanie zewnętrzne dzielone jest na zewnętrzne własne oraz zewnętrzne obce. Formami finansowania zewnętrznego własnego, uzależnionego od formy prawnej przedsiębiorstwa, są m.in.: wkłady, udziały, emisja akcji, dotacje, wpłaty wpisowe. Do form finansowania zewnętrznego obcego zaliczamy, oprócz różnego rodzaju kredytów krótko- i długoterminowych, finansowanie bezpośrednio przez rynek finansowy, tj. emisje krótkoterminowych papierów dłużnych (papierów komercyjnych), długoterminowych obligacji, a także finansowanie poprzez rynek towarowy (kredyt dostawcy i kredyt odbiorcy), oraz szczególne formy finansowania takie jak faktoring i leasing. Do form finansowania wewnętrznego natomiast zaliczamy finansowanie z transformacji majątku, a więc przede wszystkim z bieżących wpływów i odpisów amortyzacyjnych, ze sprzedaży zbędnego majątku oraz finansowanie przez kształtowanie kapitału, głównie z zysku zatrzymanego.³

Kwestia kształtowania struktury źródeł i metod finansowania przedsiębiorstw zarówno z punktu widzenia teoretycznego jak i praktycznego jest przedmiotem nieustannych sporów i kontrowersji. Problem ten jest uznawany za jeden z pierwszoplanowych nurtów badawczych nauki finansów.⁴

F. Modigliani i M.H. Miller w roku 1958 sformułowali, przy założeniu, że wszyscy uczestnicy rynku dysponują tym samym zasobem informacji, pogląd o braku wpływu struktury źródeł finansowania na wartość przedsiębiorstwa⁵. Dowodzili oni przy mocnych założeniach upraszczających, że z powodu działania tarczy podatkowej związanej z kosztami długu wartość firmy rośnie, gdy rośnie udział długu w strukturze jej finansowania, dochodząc do maksimum przy finansowaniu prawie wyłącznie długiem. Pogląd

3 *Finanse przedsiębiorstwa*, praca zbiorowa pod red. L. Szyszko i J. Szczepańskiego, PWE W-wa 2003, wyd. II zmienione i rozszerzone, s.65-68.

4 J. Kubiak, *Problemy weryfikacji teorii hierarchii źródeł finansowania*, w *Finanse przedsiębiorstwa*, pod red. J. Ostaszewskiego, Monografie i opracowania naukowe, SGH w Warszawie, Kolegium Zarządzania i Finansów, Warszawa 2005 s.173-182.

5 F. Modigliani, M.H. Miller, "The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment" *American Economic Review* June 1958.

ten w ciągu niemal pięćdziesięcioletniego już okresu od czasu jego opublikowania stał się przedmiotem ożywionych dyskusji w literaturze przedmiotu, które doprowadziły do sformułowania tzw. modeli kompromisu (ang. *trade-off*). Modele te kształtowanie źródeł finansowania przez przedsiębiorstwa określają jako dążenie do określonej, uznanej za optymalną, docelowej struktury kapitału poprzez określenie czynników determinujących tę strukturę. W ich ramach próbuje się określać m.in. taką najbardziej pożądaną relację długu do kapitału własnego, przy której ma miejsce maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa. Tzw. złota zasada finansowania określa relację kapitału obcego do kapitału własnego 2:1, a granicę zadłużenia określa się przez wyznaczenie proporcji kapitału własnego do długu 1:1.

Inną koncepcją objaśniającą kształtowanie struktury kapitału w przedsiębiorstwie jest teoria hierarchii źródeł finansowania⁶. Stawia ona za cel określenie optymalnych metod finansowania przy minimalizacji kosztów informacyjnych oraz kosztów pozyskania danego rodzaju finansowania przedsiębiorstwa⁷. S. Myers teorię tą sformułował przy założeniu występowania zjawiska asymetrii informacyjnej, w oparciu o interpretację wyników badań nad strukturą źródeł finansowania przedsiębiorstw amerykańskich przeprowadzonych w I połowie lat 60. przez G. Donaldsona. W przeprowadzonych badaniach Donaldson zaobserwował, że amerykańskie spółki akcyjne w badanym okresie prowadziły stabilną politykę wypłat dywidend, tj. niechętnie zmieniały ich wysokość, a jako pierwsze i główne źródła finansowania preferowały źródło wewnętrzne, tj. wykorzystanie osiągniętych i zatrzymanych zysków oraz amortyzację. Natomiast w przypadku braku źródeł wewnętrznych, jako źródło drugie preferowały zwiększenie swego zadłużenia przez zaciągnięcie zobowiązań (długu), których główną zaletą jest możliwość wykorzystania tarczy podatkowej. Trzecim w kolejności źródłem było zaciąganie długu zamiennego na kapitał własny

6 S.C. Myers, *The Capitale Structure Puzzle*, "Journal of Finance", July 1984, Vol.39, No 3.

7 A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 33-34 oraz 129-130.

w postaci akcji, czyli emisja papierów hybrydowych. Podwyższenie zaś kapitału własnego przez sprzedaż własnych akcji spółki wykorzystywały dopiero jako kolejne (czwarte) źródło finansowania, zwykle w przypadku braku możliwości zwiększania długu. Zgodnie więc z teorią hierarchii źródeł finansowania przedsiębiorstwa w pierwszej kolejności wybierają wewnętrzne źródła finansowania (zysk zatrzymany i amortyzację), przede wszystkim z powodu nie występowania w ich przypadku asymetrii informacyjnej. Jeśli zaś chodzi o źródła zewnętrzne, w pierwszej kolejności wykorzystują najbardziej bezpieczny dług ze względu na najmniejszy zakres asymetrii informacyjnej. W przypadku bowiem instrumentów dłużnych różnica pomiędzy ich wartością po przekazaniu nowych informacji dotyczących przedsiębiorstwa na rynek a wartością wyceny tych instrumentów przez rynek sprzed momentu upublicznienia informacji jest najmniejsza. Następnym źródłem finansowania zewnętrznego są instrumenty hybrydowe, a emisja akcji jest traktowana jako tzw. ostateczność, ze względu na największe oddziaływanie na nie asymetrii informacyjnej, powodującej powstanie kosztu utraconych korzyści, tj. kosztu wynikającego z niewłaściwej selekcji podejmowanych projektów i utraty dodatniej wartości NPV nazywanej kosztem negatywnej selekcji⁸.

Oprócz czynnika asymetrii informacyjnej i kosztów finansowania, przyczyn preferowania przez zarządzających firmami wewnętrznymi źródeł finansowania w stosunku do źródeł zewnętrznych upatruje się także w niechęci menedżerów do poddawania się procedurom sprawdzająco-weryfikującym, uruchamianym w przypadku korzystania z tych ostatnich.

W ciągu 30 lat okresu, jaki upłynął od opublikowania przez Myersa teorii hierarchii źródeł finansowania, teoria ta poddawana była licznym próbom empirycznej weryfikacji⁹. Jedni autorzy m.in. S. Chaplinsky, G. Niehaus, Y. Amihud, L. Shyam-Sunder, S. Myers badając za pomocą testów identyfikujących determinanty struktury kapitału postępowania przedsiębiorstw w praktyce potwierdzali jej

⁸ J. Kubiak op. cit. s. 174.

⁹ J. Kubiak op. cit. s.176-179

słuszność. Inni natomiast w istotnym stopniu zakwestionowali tę słuszność, m.in. R. Chirinko i A. Singh. Zakwestionowali oni np. hipotezę o niewielkim znaczeniu emisji akcji pośród zewnętrznych źródeł finansowania. Natomiast M. Braclay, E. Morellec i S. Smith zaobserwowali, że w strukturze kapitału przedsiębiorstw szybko się rozwijających udział długu w zewnętrznym finansowaniu jest relatywnie niewielki.

M. Frank i V. Goyal w roku 2003 na podstawie przeprowadzonych badań doszli do wniosku, że teoria hierarchii źródeł finansowania w sposób adekwatny objaśniała kolejność źródeł finansowania amerykańskich przedsiębiorstw tylko w latach 70., bowiem w latach 80. i 90. wyraźnie wzrosła rola źródeł zewnętrznych, a wśród nich rola emisji akcji. Ponadto zaobserwowali oni, że dług był preferowanym źródłem kapitału nie w małych przedsiębiorstwach narażonych bardziej na problem asymetrii informacyjnej, lecz w dużych przedsiębiorstwach narażonych na asymetrię informacyjną w mniejszym stopniu. Natomiast małe nierentowne przedsiębiorstwa, w przeciwieństwie do dużych, relatywnie w wyższym zakresie korzystały z emisji akcji. Frank i Goyal wskazali również na spadek znaczenia wewnętrznych źródeł finansowania.

Z kolei N. Halov oraz F. Heider na podstawie danych finansowych amerykańskich spółek publicznych z okresu 1971-2001 zauważyli, że przedsiębiorstwa bardziej korzystają z emisji akcji niż papierów dłużnych wówczas, gdy występuje u nich większe ryzyko inwestycyjne wyrażające się większą fluktuacją stopy zwrotu. Zaobserwowali oni ponadto, że duże przedsiębiorstwa nienarażone na asymetrię informacyjną wykorzystują w większym stopniu dług w stosunku do kapitału własnego.

Natomiast E. Fama i H. French wskazują na niższy poziom zadłużenia w przedsiębiorstwach o większej rentowności, co oznacza że preferują one finansowanie wewnętrzne oraz na relatywnie duże emisje akcji dokonywane przez przedsiębiorstwa szybko się rozwijające, zazwyczaj nie wypłacające dywidend, pomimo dużej zdolności (niskiego ryzyka) do zaciągania długu.

W Polsce badania przeprowadzone przez J. Gajdkę¹⁰ oraz A. Skowrońskiego¹¹ potwierdzają tezę o niskim poziomie zadłużenia przedsiębiorstw najbardziej rentownych i wykorzystywaniu przez nie głównie finansowania wewnętrznego. W polskich przedsiębiorstwach w okresie 1995-2002 rósł udział kapitału obcego a spadał kapitału własnego. Wartość kapitału obcego w tym okresie wzrosła niemal czterokrotnie z 118 mld zł do 441 mld zł, podczas gdy wartość kapitału własnego uległa nie w pełni podwojeniu, wzrósł on bowiem z 216 mld zł do 396 mld zł. To spowodowało, że udział kapitału obcego w finansowaniu przedsiębiorstw wzrósł z 35% do 53%, a udział kapitału własnego spadł z 65% do 47%¹².

Wartym zwrócenia uwagi jest fakt, że w okresie tym udział kredytów i pożyczek (długoterminowych i krótkoterminowych) w całości pasywów wzrósł z 13% do 17% dzięki powiększeniu udziału kredytów i pożyczek krótkoterminowych z 4% do 8%, przy niezmiennym udziale długoterminowych. Natomiast udział innych zobowiązań długoterminowych obejmujących m.in. rezerwy oraz emisję długoterminowych papierów dłużnych wzrósł z 7% do 15%¹³. Wartość pasywów przedsiębiorstw niefinansowych w naszym kraju, tj. wartość źródeł ich finansowania przed ostatnim światowym kryzysem finansowym lat 2008-2009 rosła aż do roku 2008. Zaś w roku 2009, a więc w roku znacznego spowolnienia wzrostu polskiej gospodarki, nastąpił spadek ich wartości o 4,3%. Następnie w latach 2010-2012 następował ponownie coroczny wzrost ich wartości. Z tym, że wzrost ten istotnie wyhamował w roku 2012, tj. w roku ponownego (po przyspieszeniu wzrostu w latach 2010-2011) spadku jej wzrostu. Mianowicie w roku 2012 wzrost wartości źródeł finansowania przedsiębiorstw wyniósł tylko 3,56% i w porównaniu ze wzrostem wynoszącym 10,08% w poprzednim 2011 roku był niemal trzykrotnie mniejszy. (Należy przy tym pamiętać,

10 J. Gajdka, *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, UŁ, Łódź 2002, s. 300-309

11 A. Skowroński, *Czynniki kształtujące strukturę kapitału polskich przedsiębiorstw w świetle badań empirycznych* w: *Kapitałowa strategia przedsiębiorstwa*, red. J. Sobiech, AE w Poznaniu, Poznań 2002, s. 68-70.

12 J. Wyrobek *Tendencje zmian struktury kapitałowej firm w Polsce*, w *Finanse przedsiębiorstwa* pod red. J. Ostaszewskiego, op. cit. s. 121-122.

13 Ibidem. s. 122.

że w tej analizie nie uwzględnia się źródeł finansowania, które nie są wykazywane w pasywach bilansu, takich jak leasing operacyjny czy faktoring).

Skłania to do bliższego przyjrzenia się zmianom struktury źródeł finansowania zewnętrznego obcego przedsiębiorstw w postaci emisji korporacyjnych papierów dłużnych w relacji do zaciąganych przez nie kredytów i pożyczek .

2. Istota, rodzaje korporacyjnych papierów dłużnych. Możliwości finansowania przedsiębiorstw za pomocą ich emisji

Korporacyjne papiery dłużne emitowane przez przedsiębiorstwa dzielą się na krótkoterminowe papiery dłużne (papiery komercyjne) i obligacje, służące do zaciągania pożyczek średnio i długoterminowych.

Emisja krótkoterminowych papierów dłużnych (KPD) może być dokonywana w oparciu o różne podstawy prawne, a mianowicie w oparciu o kodeks cywilny, prawo wekslowe, ustawę o obligacjach oraz prawo bankowe, a obligacji w oparciu o ustawę o obligacjach. W związku z tym, że krótkoterminowe papiery dłużne mogą być emitowane w oparciu o różne podstawy prawne używane są w odniesieniu do nich różne nazwy – bony handlowe, bony komercyjne, bony inwestycyjne, papiery komercyjne (ang. *commercial papers*), weksle inwestycyjne, komercyjne weksle inwestycyjno-terminowe (KWIT-y) a także komercyjne obligacje dyskontowe, bowiem z reguły są to papiery dyskontowe. Emitowane są one zazwyczaj na okresy od 7 do 90 dni.

Emisja przez przedsiębiorstwa KPD uznawana jest za konkurencyjne źródło finansowania w stosunku do bankowych kredytów krótkoterminowych, a obligacji w stosunku do kredytów średnio i długoterminowych oraz emisji akcji.

Emisja papierów dłużnych przez przedsiębiorstwa-pożyczkobiorców jest bardzo dogodnym sposobem pozyskania kapitałów bowiem mogą one zaciągać pożyczkę u wielu inwestorów-wierzycieli na różne okresy (krótkie i bardzo długie) i bez ograniczeń

wynikających z limitów koncentracji kapitału, stosowanych przez banki przy udzielaniu kredytów i pożyczek.

Emisje papierów komercyjnych kierowane są do inwestorów instytucjonalnych, a ich oprocentowanie powiązane jest ze stopą *Inter Bank Offer Rate* w danym kraju lub stopą procentową obowiązującą na rynku międzybankowym. W krajach UE papiery komercyjne są emitowane w oparciu o różne podstawy prawne, albo na podstawie ustawodawstwa specjalnego odnoszącego się tylko do papierów komercyjnych, albo na podstawie ustawodawstwa ogólnego zawierającego wyodrębnienie przepisów dotyczącego papierów komercyjnych jako jednego z rodzajów walorów, albo też zgodnie z ustawodawstwem ogólnym (cywilnym lub dotyczącym papierów wartościowych).

Podmioty pragnące za pomocą emisji tych instrumentów pozyskać kapitał muszą mieć bardzo dobrą reputację, charakteryzować się dobrą renomą na rynku i określoną wiarygodnością kredytową zapewniającą odpowiednią wielkość emisji, a w przypadku jej braku, powinny uzyskać dobrą ocenę agencji ratingowej lub zabezpieczenie emisji ze strony wiarygodnych instytucji. Konieczność spełnienia tych warunków przez potencjalnych emitentów jest istotnym ograniczeniem dla możliwości ich emisji przez przeważającą większość przedsiębiorstw, szczególnie z sektora MSP.

Obligacje korporacyjne mogą emitować spółki akcyjne, spółki z o. o. lub spółki komandytowo-akcyjne. Przedsiębiorstwa chcące pozyskać kapitał na dłuższe okresy mogą korzystać z dostępnego na rynku szerokiego wachlarza różnego rodzaju obligacji. Mają one zróżnicowane formy głównie ze względu na korzyści przysługujące obligatariuszom. Z punktu widzenia należnych obligatariuszom praw dzielimy je na obligacje zwyczajne, udziałowe, z prawem pierwszeństwa, przychodowe oraz obligacje zamienne na akcje. W praktyce najczęściej są emitowane obligacje zwyczajne oraz zamienne.

Biorąc zaś pod uwagę formę oprocentowania mogą one emitować obligacje o stałym oprocentowaniu, obligacje o zmiennym

oprocentowaniu dostosowanym do zmiennego poziomu inflacji z dodaniem 2-3% marży. Obligacjami zabezpieczającymi obligatariuszy przed zmianami stóp procentowych są tzw. floatery. (podstawę oprocentowania tych obligacji stanowi stopa LIBOR, do której z reguły w okresach trzy- i sześciomiesięcznych dostosowuje się oprocentowanie obligacji z doliczeniem marży której wysokość zależy od renomy emitenta-dłużnika). Floatery mogą być emitowane również z określoną minimalną stopą procentową (ang. *floorfloater*) wówczas zabezpieczają inwestorów-obligatariuszy przed spadkiem stopy procentowej. Natomiast floatery emitowane z określoną maksymalną stopą procentową (ang. *capfloater*) chronią przed wzrostem stopy procentowej emitenta obligacji. Bowiem w jego przypadku będzie to maksymalna stopa procentowa wypłacana obligatariuszom. Jeszcze inną postacią obligacji o zmiennej stopie procentowej są obligacje z określoną minimalną i maksymalną wysokością oprocentowania (ang. *mini-max-floater*). Im rozpiętość dolnych i górnych poziomów granicy zmian stopy procentowej obligacji jest mniejsza, tym taki floater bardziej upodabnia się do obligacji o stałym oprocentowaniu, bowiem inwestor nie odnosi wprawdzie korzyści ze wzrostu stopy procentowej, ale jest zabezpieczony przed jej gwałtownym spadkiem¹⁴.

Mogą również być emitowane obligacje walutowe, mające na celu ograniczenie wahań kursowych. Ich podstawę stanowi stały kurs wymiany, np. 1 EUR=1,2 USD. Nominał i odsetki od obligacji są liczone w euro, a wypłacane obligatariuszom w dolarach. W przypadku, gdy kurs euro wzrośnie inwestor zyska na zamianie euro na dolary, gdy zaś kurs euro spadnie otrzymają oni wypłaty przeliczone według kursu ustalonego wcześniej¹⁵.

Kolejnym rodzajem są obligacje wieczyste. W przypadku tych obligacji emitent nie zobowiązuje się do wykupu w określonym terminie, tylko do wypłaty ich nabywcom stałego dochodu przez nieograniczony czas.

14 P. Binkowski, H. Beeck, *Innowacje bankowe. Instrumenty terminowego rynku finansowego*, Poltext, Warszawa 1998, s. 12-18.

15 Ibidem s. 25.

Spółki, szczególnie akcyjne mogą emitować obligacje zamienne na akcje, obligacje z prawem pierwszeństwa zakupu akcji oraz obligacje z warrantem na akcje. Wykorzystanie tych form hybrydowego finansowania uznaje się za wskazane w przypadku, gdy spółki nie chcą podwyższać kapitału podstawowego w danym momencie i wiedzą, że w dalszej przyszłości będzie to dla nich konieczne. Początkowo chcą one wykorzystać efekt dźwigni finansowej, a także nie chcą pogorszyć relacji zysku netto do kapitałów własnych. W przypadku tych form finansowania hybrydowego emitowane obligacje dają prawa do objęcia w przyszłości akcji spółki emitującej obligacje w terminach, trybie i na zasadach określonych w warunkach emisji obligacji lub też w odrębnej umowie jak w przypadku obligacji z warrantami na akcje.

Innym rodzajem obligacji, które są zbliżone do akcji, są obligacje dające prawo do udziału w zyskach (stratach) spółki. Jest to papier dłużny, gdyż potwierdza zaciągnięcie pożyczki na określony cel i podlega zwrotowi w z góry określonym przyszłym terminie. W przypadku tych obligacji obligatariusze zamiast odsetek partycypują w podziale zysków (strat) emitenta na zasadach i w trybie określonych w warunkach emisji. Przy czym posiadacze tych obligacji poza udziałem w osiąganym przez emitenta wyniku finansowym nie mają żadnych innych praw w spółce i nie mają wpływu na zarządzanie nią. Często te obligacje nazywane są certyfikatami inwestycyjnymi. W krajach o rozwiniętych rynkach finansowych emitowane są różne rodzaje tych certyfikatów, a wśród nich walory z płatnościami powiązаныmi z wypłacanymi dywidendami, walory z określonym minimalnym poziomem oprocentowania oraz z płatnościami częściowo zależnymi od wypłacanych dywidend¹⁶.

Kolejnym rodzajem są obligacje z opcją do przedterminowego wykupu, która pozwala ich emitentom zamienić wysoko oprocentowane obligacje na tańszą formę finansowania, kiedy pojawi się na rynku taka okazja. Ze względu na to, że dają one korzyść emitentom a zagrożenie dla dawców kapitału, powinny zapewniać wyższą premię w postaci oprocentowania dla inwestorów.

¹⁶ Ibidem., s. 33.

Znowelizowana ustawa o obligacjach z roku 2000 dopuściła możliwość emisji w naszym kraju szeroko rozpowszechnionych w USA obligacji przychodowych. Obligacje te są instrumentem dłużnym opartym na zasadzie samospłaty, co oznacza że płatności związane z obsługą obligacji realizowane są z przychodów ze sprzedaży usług przedsiębiorstwa, które finansowało za pomocą ich emisji określone przedsięwzięcia. Obsługa finansowa tych obligacji jest realizowana z przychodów przedsięwzięcia, które zostało sfinansowane przez ich emisję, przed innymi zobowiązaniami finansowymi.

Korporacyjne papiery dłużne (poza obligacjami zamiennymi na akcje) mogą być obecnie w Polsce emitowane nie tylko przez spółki akcyjne (wielkie korporacje oraz mniejsze spółki), lecz także przez nieduże przedsiębiorstwa w formie spółek komandytowo-akcyjnych, przez spółki z o.o., przedsiębiorstwa państwowe oraz spółdzielnie¹⁷. Ich emisja daje tym przedsiębiorstwom możliwość zaistnienia na rynku finansowym (kapitałowym lub pieniężnym). Młode, rozwijające się dynamicznie spółki nie napotyka już ograniczeń wynikających z prawa ustawowego, po liberalizującej ustawę o obligacjach nowelizacji w roku 2000; wprowadziła ona znaczne ułatwienia w emisji obligacji przez przedsiębiorstwa¹⁸. Mogą je emitować podmioty o bycie prawnym nie przekraczającym trzech lat, mogą być one oferowane do nabycia w sposób publiczny bez uprzedniego spełnienia warunków dopuszczenia do publicznego obrotu, mogą one być emitowane bez uprzedniego określania wykazu zabezpieczeń oraz bez obligatoryjnego obowiązku występowania banku w roli reprezentanta emitenta, mogą być emitowane obligacje przychodowe a także tzw. śmieciowe. Zmiany te spowodowały, że coraz więcej podmiotów emituje KPD w oparciu o ustawę o obligacjach (bowiem ustawa ta dopuszcza możliwość emisji obligacji na okresy krótsze od jednego roku). Ogół tych zmian spowodował, że katalog

17 M. Dykto, *Emisje obligacji nieskarbowych na publicznym rynku papierów wartościowych w Polsce*, w: *Rynki kapitałowe*, red. W. Bień, Monografie i opracowania naukowe SGH, Kolegium Zarządzania i Finansów, Warszawa 2005, s. 245.

18 Ustawa z 29.06.2000 r. - o zmianie Ustawy o obligacjach oraz zmianie niektórych innych ustaw, Dz. U. Nr.60 poz. 702.

potencjalnych emitentów korporacyjnych papierów dłużnych, a w szczególności obligacji uległ znacznemu rozszerzeniu.

Korzyści dla przedsiębiorstw emitujących obligacje w zastępowaniu średnio- i długoterminowych kredytów bankowych sprowadzają się do tego, że:

- obligacje w odróżnieniu od kredytu bankowego nie wymagają zabezpieczeń, z którymi związane są dodatkowe koszty i praca, np. w postaci wpisu do hipoteki;
- emitujący obligacje unika ryzyka odmowy udzielenia kredytu przez bank;
- obligacje mogą być oferowane równocześnie wielu wierzycielom, co daje możliwość pozyskania wyższych kwot pożyczki nawet w porównaniu z dużym bankiem, który z reguły w celu zmniejszenia ryzyka swego kredytowego portfela dąży do większej dywersyfikacji kredytobiorców;
- dzięki emisji obligacji można zaciągać pożyczki na długie okresy z odroczonym terminem płatności, a więc pożyczki na długofalowe przedsięwzięcia rozwojowe, banki zaś ze względu na potrzebę zapewnienia odpowiedniej płynności finansowej i wiarygodności unikają udzielania kredytów na tak długie okresy;
- łatwiej pozyskać fundusze na inwestycje innowacyjne, których finansowania, jako bardziej ryzykownych, unikają banki;
- finansowanie przez emisję obligacji charakteryzuje się w porównaniu z kredytem większą elastycznością, gdyż można je emitować w transzach, np. co miesiąc lub co dwa-trzy miesiące, co stabilizuje sytuację finansową przedsiębiorstw emitentów i pozwala na dostosowanie finansowania do rozpoczynania kolejnych etapów inwestycyjnych;
- emitent obligacji samodzielnie określa ich oprocentowanie i zasady spłaty zobowiązania finansowego, a także sam decyduje o tym, czy emitować obligacje niezabezpieczone czy zabezpieczone i w przypadku tych ostatnich o wielkości i rodzaju zabezpieczeń;

- w przypadku emisji obligacji oprocentowanych spłata odsetek następuje przed spłatą kapitału, co nie obciąża inwestycji zanim ona zacznie przynosić dochód;
- emisję obligacji można kierować do konkretnego podmiotu lub do ograniczonego bądź szerokiego grona inwestorów (w przypadku emisji publicznej);
- krótki jest czas pozyskania środków finansowych, szczególnie w przypadku kolejnych emisji;
- obligacje są, podobnie jak papiery komercyjne, bardzo elastycznym źródłem finansowania, gdyż można emitować różne ich rodzaje – zerokuponowe, z odsetkami płatnymi co kwartał lub na koniec okresu ich „życia”, tj. w dniu zapadalności;
- emitowanie obligacji przynosi przedsiębiorstwu znaczny efekt marketingowy związany z zaistnieniem bezpośrednio na rynku kapitałowym.

Również dla spółek akcyjnych emitowanie obligacji jest często korzystniejsze od emisji akcji, bowiem:

- nie powoduje tzw. rozwodnienia zysku występującego przy dodatkowej emisji akcji, polegającego na co najmniej przejściowym zmniejszeniu zysku przypadającego na jedną akcję;
- odsetki wypłacane od obligacji są wliczane do kosztów uzyskania przychodu i zmniejszają podstawę wymiaru oraz wielkość płaconego podatku dochodowego, dywidenda jest zaś wypłacana z zysku netto, a więc po uprzednim odliczeniu podatku dochodowego płaconego od wyższej podstawy niż przy wypłacaniu odsetek;
- emisja obligacji może przynieść efekt tzw. dźwigni finansowej, w przypadku gdy odsetki będą mniejsze od osiąganego z zainwestowanego pożyczonego kapitału zysku, wtedy bowiem rośnie relacja zysku do kapitału własnego oraz zysk na jedną akcję;
- emisja obligacji nie powoduje zmiany struktury własności i nie ogranicza praw jej akcjonariuszy, gdyż nabywcy obligacji nie mają praw do udziału w decydowaniu w sprawach spółki i mogą

nie kontrolować wykorzystania funduszy pozyskanych z emisji, co daje większą elastyczność zarządom spółek w ich wykorzystaniu, szczególnie gdy emitują obligacje bez określania celu emisji;

- w przypadku zaś przewidywania w prognozach znacznieszego wzrostu cen akcji danej spółki w przyszłości emitent obligacji zamiennych może ustalić ich oprocentowanie według stałej stopy i na znacznie niższym poziomie w porównaniu z oprocentowaniem obligacji zwykłych;
- z kolei dla inwestorów lokaty w obligacje są bezpieczniejsze od lokowania w akcje danego emitenta, jako że roszczenia wierzycieli w przypadku jego upadłości są zaspokajane przed akcjonariuszami.

Właśnie te wskazane zalety obligacji korporacyjnych powodują, że w USA przedsiębiorstwa finansują się głównie za pomocą emisji obligacji i bardzo rzadko korzystają z kredytów bankowych. Na koniec I półrocza 2013 r. na amerykańskim rynku finansowym do wykupu pozostawały (*outstanding bonds*) obligacje o łącznej wartości 9 350 mld dolarów. Stanowiło to równowartość ok. 55% amerykańskiego PKB. Natomiast pozostające do wykupu obligacje przedsiębiorstw na ryku 17 państw strefy euro w 2012 r. miały wartość 962 mld euro, co stanowiło ok. 10% ich PKB i zajęły one trzecie miejsce na liście źródeł finansowania firm. Warto ponadto wskazać, jaka jest relacja wartości rynku obligacji korporacyjnych w stosunku do kapitalizacji giełd, czyli w stosunku do wartości rynku akcji. Otóż w USA ta relacja wynosi ponad 40%, podczas gdy w Polsce relacja wartości rynku tych obligacji (37,79 mld zł) do kapitalizacji krajowych spółek notowanych na GPW wynoszącej 593,464 mld zł na koniec 2013 r. wynosiła zaledwie 6%. Głównym zaś źródłem finansowania przedsiębiorstw niefinansowych w strefie euro są akcje i udziały, których wartość wyniosła aż 12 178 mld euro. Na drugim miejscu znalazły się natomiast kredyty i pożyczki bankowe o łącznej wartości 5 682 mld euro¹⁹ Kontynentalny rynek europejski charakteryzuje się bowiem dominacją sektora bankowe-

¹⁹ J. Cipiur, *Raczkowanie rynku obligacji korporacyjnych*. Obserwator finansowy.pl 28.10.2013.

go nad rynkiem papierów wartościowych i dopiero postępująca integracja finansowa, będąca wynikiem tworzenia jednolitego rynku finansowego UE, prowadzi do stopniowego wzrostu roli instrumentów dłużnych w finansowaniu przedsiębiorstw.

3. Rozwój rynku korporacyjnych papierów dłużnych w Polsce w latach 2008-2013

Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych jest rynkiem nieregulowanym (niepublicznym, prywatnym), natomiast rynek obligacji korporacyjnych dzieli się na rynek regulowany (publiczny) i nieregulowany (niepubliczny, prywatny). Przedmiotem obrotu na rynku regulowanym są obligacje zatwierdzone do publicznego obrotu przez KNF, co oznacza, że ich emitenci spełnili wymogi informacyjne i oferta została skierowana do stu lub więcej potencjalnych inwestorów. Rynek zaś nieregulowany obejmuje walory, które zostały skierowane do nabycia do nie większej liczby niż 99 inwestorów. Rynek regulowany z kolei dzieli się na giełdowy i pozagiełdowy. Obrót obligacjami korporacyjnymi funkcjonuje w postaci rynku *Catalyst*. Obejmuje on cztery platformy obrotu, dwie prowadzone przez GPW i dwie prowadzone przez Bond Spot SA. W obu przypadkach jedną w formule rynku regulowanego, a drugą w formie Alternatywnego Systemu Obrotu (ASO) będącego postacią rynku nieregulowanego. Bond Spot prowadzi platformy rynku hurtowego, a GPW platformy rynku detalicznego.

Istotnym bodźcem do przyśpieszenia rozwoju rynku korporacyjnych papierów dłużnych w Polsce, zwłaszcza długoterminowych obligacji miała być, jak już wskazywałem, nowelizacja ustawy o obligacjach w 2000 roku, liberalizująca warunki emisji tego instrumentu dłużnego. W wyniku jej nowelizacji:

- zniesiono obowiązek określania przez emitenta celu emisji;
- zniesiono obowiązek zabezpieczania emisji, (obu tym wymogom nadano charakter fakultatywny);
- zniesiono warunek osiągnięcia minimalnego progu dla zamknięcia emisji;

- umożliwiono emitowanie obligacji podmiotom nowopowstałym poprzez zniesienie wymogu składania sprawozdań finansowych za minimum kolejne trzy lata;
- zniesiono konieczność posiadania przez emitenta instytucji banku reprezentanta;
- wprowadzono możliwość emisji nowego rodzaju obligacji – przychodowych;
- doprecyzowano zasady emisji obligacji zamiennych;
- zwolniono od podatku od czynności cywilno-prawnych²⁰ inwestorów będącymi płatnikami podatku VAT przy dokonywaniu wtórnego obrotu obligacjami.

W wyniku zliberalizowania warunków emisji obligacji wartość rynku obligacji korporacyjnych w Polsce wzrosła z poziomu zaledwie 2,09 mld zł w roku 2001 do poziomu 13,17 mld zł w roku 2007, a więc w ciągu 6 lat, 6,5 krotnie²¹

Implementacja regulacji unijnych do polskiego prawa finansowego zasadniczo została dokonana w roku 2005. W jej wyniku przede wszystkim została wprowadzona zasada jednego paszportu przy emisji papierów wartościowych. Od momentu zaś wejścia w życie w dniu 21 października 2009 r. nowelizacji ustawy o obrocie instrumentami finansowymi uchwalonej 4 września 2008 r. polski system prawny został w pełni dostosowany do wymogów unijnych i jest spójny z regulacjami prawnymi krajów UE odnoszącymi się do funkcjonowania rynków instrumentów finansowych, w tym korporacyjnych instrumentów dłużnych. Z tym, że niektóre zapisy zawarte w obowiązującej obecnie ustawie o obligacjach z 2000 roku nie są w pełni spójne z tymi regulacjami, dostosowanymi do rozwiązań unijnych. Dlatego rząd planuje nowelizację ustawy o obligacjach, o czym piszę w dalszej części artykułu.

20 Uchwała NSA z dnia 27.11.2000 r., EPS 5/2000, ONSA 2001, s.159.

21 S. Nikolańczuk, Papiery dłużne w finansowaniu przedsiębiorstw w Polsce w warunkach jednolitego rynku finansowego Unii Europejskiej, w *Ekonomia, nauki o zarządzaniu, finanse i nauki prawne wobec światowych przemian kulturowych, społecznych, gospodarczych i politycznych*, pod red. nauk. R. Bartkowiaka, J. Ostaszewskiego, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, 2011, s. 567.

Tabela 1. Rynek papierów dłużnych przedsiębiorstw w Polsce w latach 2008-2013

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Krótkoterminowe papiery dłużne						
Wartość rynku (w mld zł)	12,95	9,97	14,78	22,25	26,37	19,15
Dynamika w skali roku (w procentach)	-5,9	-23	48,24	50,54	18,51	-27,37
Obligacje przedsiębiorstw						
Wartość rynku (w mld zł)	14,94	12,16	17,53	24,19	31,36	37,79
Dynamika w skali roku (w procentach)	7,7	-18,61	44,16	37,99	29,64	20,5
Ogółem						
Wartość rynku (w mld zł)	27,89	22,13	32,31	46,43	57,73	56,94
Dynamika w skali roku (w procentach)	0,97	-20,68	46	43,7	24,33	-1,36
Udział obligacji w wartości rynku papierów dłużnych przedsiębiorstw ogółem (w procentach)	53,57	54,95	54,25	52,09	54,32	66,36
Dynamika PKB w skali roku	5,1	1,7	3,9	4,5	1,9	1,6
Obligacje przedsiębiorstw jako procent PKB	1,17	0,9	1,23	1,58	1,96	2,27

Źródło: Raporty o stanie rynku pozaskarbowych papierów dłużnych za lata 2008-2013, Fitch Ratings.

Z danych zawartych w **Tabeli 1** wynika, że w Polsce w okresie 2008-2013 wartość wyemitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe papierów dłużnych ulegała znaczącym wahaniom. Wartość emisji krótkoterminowych papierów dłużnych najpierw w latach 2008-2009, a więc w czasie pierwszego spowolnienia malała, najbardziej spadła w drugim roku tego spowolnienia, bo aż o 23%. Następnie w latach 2010-2012 rokrocznie rosła, przy czym wzrost ten w roku 2012, a więc w pierwszym roku drugiego spowolnienia wyhamował o ponad 50%. Natomiast w roku 2013, a więc drugim roku ostatniego spowolnienia już zmalał aż o 27,37%.

Wartość emisji przez przedsiębiorstwa obligacji natomiast w analizowanym okresie wzrosła w niewielkim stopniu w roku 2008 i silnie spadła w roku 2009, z kolei po tym znacznym spadku, w roku 2010 nastąpiło bardzo silne wybiecie w górę, bo aż o ponad 44%. Niewiele słabszy wzrost nastąpił jeszcze w roku 2011 o niemal

38%. Do tego boomu przyczyniło się niewątpliwie uruchomienie rynku *Catalyst*, który działa jako połączenie rynku regulowanego oraz alternatywnego systemu obrotu obligacjami korporacyjnymi i komunalnymi. To powoduje, że jest on rynkiem o wysokiej elastyczności dla emitentów i inwestorów-obligatariuszy i to przyczyniło się do znacznego sukcesu *Catalyst*. Do jego sukcesu w istotnym stopniu przyczynił się oczywisty dotychczasowy niedorozwój segmentu rynku pozaskarbowych papierów dłużnych. W latach 2012-2013 nadal następował wzrost, z tym że co roku tempo tego wzrostu było coraz słabsze – w roku 2012 nieco poniżej 30% i w roku 2013 wyniosło ono 20,5%. Z powyższego wynika, że istotny spadek emisji korporacyjnych obligacji nastąpił w pierwszym okresie spowolnienia gospodarczego z rocznym opóźnieniem, natomiast w okresie wystąpienia drugiego spowolnienia gospodarczego wystąpiło już tylko wyhamowanie wzrostu po silnym wybiciu z lat 2010-2011, a więc z okresu przyśpieszenia wzrostu polskiej gospodarki. Drugie więc spowolnienie odbiło się znacznie słabiej negatywnie na ich emisji niż spowolnienie pierwsze. Oznacza to, że wystąpiła znacznie większa niepewność u przedsiębiorców odnośnie do perspektyw na przyszłość w czasie pierwszego niż drugiego spowolnienia. Bowiem wówczas na początku światowego kryzysu finansowego zaistniała sytuacja bardziej skłaniała przedsiębiorstwa do powstrzymywania się od inwestycji z horyzontem długo-okresowym i do koncentrowania się na utrzymaniu dotychczasowego udziału w rynku, niż w czasie drugiej fazy spowolnienia, gdy już zarysowały się w gospodarce światowej, szczególnie w USA, symptomy wychodzenia z recesji.

Jak zaznaczyłem wcześniej rynek korporacyjnych obligacji w Polsce w okresie sześciolecia 2002-2007 wzrósł 6,5-krotnie, natomiast w okresie sześciolecia 2008-2013 już tylko niespełna dwukrotnie, do czego przyczyniło niewątpliwie aż dwukrotne spowolnienie gospodarcze .

Ponadto z przedstawionych danych wynika wniosek, że na wystąpienie spowolnienia gospodarczego przedsiębiorstwa reagowały

bardziej zmniejszeniem emisji krótkoterminowych instrumentów dłużnych niż długoterminowych obligacji, (szczególnie w czasie drugiego spowolnienia).

Odniesienie wartości emisji obligacji przez przedsiębiorstwa w naszym kraju do wartości PKB jednoznacznie wskazuje, że rynek obligacji korporacyjnych w Polsce, mimo znacznej dynamiki jego wzrostu w latach 2010-2013, jest ciągle rynkiem raczkującym. Relacja wartości emisji obligacji korporacyjnych w stosunku do PKB w analizowanym okresie wahała się bowiem zaledwie wokół 1% i dopiero w 2012 r. zbliżyła się do 2 %, a w 2013 r. przekroczyła poziom 2% PKB, co w porównaniu z ok. 10% siedemnastu państw strefy euro, a szczególnie z ok. 55% PKB w USA jest wartością mikrą²². Świadczy to, że polski rynek korporacyjnych papierów dłużnych, a w szczególności korporacyjnych obligacji, jest ciągle rynkiem niedorozwiniętym.

Tabela 2. Emisja korporacyjnych papierów dłużnych a kredyty dla przedsiębiorstw (w mld zł)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Emisja korporacyjnych papierów dłużnych	27,6	27,89	22,13	32,31	46,43	57,73	56,94
Kredyty i pożyczki dla przedsiębiorstw	171,72	222,7	212,71	219,65	264,55	272,24	277,96
Korporacyjne papiery dłużne kredyty i pożyczki (w procentach)	16,07	12,52	10,39	14,7	17,55	21,2	16,93

Źródło: jak w Tabeli 1.

Interesującym jest prześledzenie zmian relacji wartości emisji przez przedsiębiorstwa papierów dłużnych do wartości zaciąganych przez nie kredytów i pożyczek bankowych. Z danych zawartych w Tabeli 2 wynika, że relacja wartości emisji korporacyjnych papierów dłużnych do wartości zaciąganych przez przedsiębiorstwa kredytów i pożyczek spadała w obu latach (2008-2009) pierwszego okresu spowolnienia (spadła z poziomu 16,07% do zaledwie 10,39%) i tylko w drugim roku (2013) drugiego spowolnienia (spadła z 21,2%

do 16,93%). Natomiast w latach 2010-2012, a więc w okresie przyspieszenia wzrostu polskiej gospodarki, ta relacja wzrosła z poziomu 10,39% aż do poziomu 21,2%. Zaznaczyć przy tym należy, że wartość kredytów i pożyczek zmalała tylko w jednym roku analizowanego okresu, a mianowicie tylko w roku 2009, a więc tylko w czasie pierwszego spowolnienia.

Kryzys finansowo-zadłużeniowy i związane z nim spowolnienie wzrostu gospodarczego wpływają oczywiście na ograniczenie możliwości finansowania przedsiębiorstw kredytem bankowym. Kredyt przestaje być, jak w poprzednich latach, łatwy do uzyskania i względnie tani. W okresie spowolnienia gospodarki banki zaostrzają swoją politykę kredytową, zwłaszcza wobec przedsiębiorstw z sektora MSP. To powoduje, że często nie spełniają one wymagań banków. Trudne warunki rynkowe w okresie spowolnienia powodują, że pozyskanie finansowania przez kredyt lub emisję akcji staje się trudniejsze, wówczas emisja obligacji powinna być bardziej interesującą alternatywą dla spółek, które chcą pozyskać kapitał.

Tymczasem z przedstawionych wyżej danych wynika, że spowolnienie gospodarcze w analizowanym okresie silniej negatywnie odbiło się na emisji przez przedsiębiorstwa papierów dłużnych niż na zaciąganiu przez nie kredytów i pożyczek. Awersja bowiem do podejmowania ryzyka przez przedsiębiorstwa w Polsce na rynku papierów dłużnych ujawniła się ze znacznie większą siłą niż na rynku kredytów bankowych. Ponadto należy jeszcze raz podkreślić, że spowolnienie silniej odbiło się negatywnie na emisji papierów dłużnych w pierwszym okresie jego wystąpienia (2008-2009) niż w drugim (2012-2013)

Podsumowanie

Dokonując oceny rozwoju rynku papierów dłużnych przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce w okresie 2008-2013, należy zwrócić uwagę na kilka kwestii. Należy wskazać na ciągle utrzymujący się efekt niskiej bazy w zakresie emisji obligacji korporacyjnych, pomimo zniesienia restrykcyjnej ustawy z roku 1995 regulującej ich emitowanie. Warunki emisji tych obligacji zostały wprawdzie zliberalizowane ustawą z 2000 roku i pomimo, że od roku 2001 do roku 2013 nastąpił dynamiczny bo aż 18-krotny wzrost wartości polskiego rynku korporacyjnych obligacji (z poziomu 2,09 mld zł do poziomu 37,79 mld zł), to efekt niskiej bazy nie został jeszcze nadrobiony w zadowalającym stopniu. Oznacza to, że rynek tych instrumentów w naszym kraju ma duży, ciągle niewykorzystany, potencjał rozwojowy.

Od dokonania zasadniczej implementacji unijnych regulacji z zakresu jednolitego rynku finansowego do polskiego prawa finansowego w 2005 roku do czasu wybuchu światowego kryzysu finansowego w 2008 roku upłynął zbyt krótki okres, aby mogły już w Polsce wystąpić realne pozytywne efekty integracji z jednolitym rynkiem unijnym.

Wprawdzie kryzys wyrażający się spadkiem PKB dotykający rozwinięte kraje Zachodu w Polsce nie wystąpił, to jednak będące jego skutkiem dwukrotne spowolnienie polskiej gospodarki, pierwsze w latach 2008-2009 i drugie w latach 2012-2013, odbiło się negatywnie na rozwoju naszego rynku korporacyjnych papierów dłużnych przyhamowując jego szybki dotychczasowy rozwój. Przy czym w przypadku obligacji drugie spowolnienie, po silnym wybicciu wzrostu rynku tego instrumentu w latach 2010-2011 uruchomieniem rynku Catalyst w 2009 roku, tylko przyhamowało dynamikę wzrostu z ponad 40% do 20 %, a więc o około 50 %. W przypadku zaś KPD nastąpił w drugim roku (2013) tego spowolnienia spadek wartości rynku o ponad 27%. Rynek obligacji okazał się więc bardziej odporny na skutki spowolnienia niż rynek KPD, wykazując bardziej dynamiczny i stabilny wzrost.

Nie tylko czynniki koniunkturalne wpływały w analizowanym okresie na powolny rozwój rynku tych instrumentów w Polsce. Ważne jest także nastawienie przedsiębiorców w odniesieniu do poszczególnych rodzajów instrumentów finansowych. Większość spółek w Polsce, zwłaszcza mniejszych, ciągle woli zaciągać bardziej „spersonalizowane” kredyty, niż emitować obligacje, które są adresowane teoretycznie do nieograniczonego kręgu podmiotów i osób. Wydaje się, że zdaniem ich zarządów dostęp do reprezentanta banku jest łatwiejszy niż utrzymywanie relacji ze znaczną liczbą obligatariuszy. Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na to, że w obowiązującej obecnie ustawie o obligacjach z roku 2000 za podstawowy cel uznaje się ochronę drobnych nabywców obligacji, mimo, że cele te są obecnie realizowane przez ustawę o ofercie publicznej. Ponadto należy zwrócić uwagę na to, że obecnie zgodnie z zapisami obowiązującej ustawy, zmiana warunków emisji obligacji przez ich emitenta wymaga zgody każdego obligatariusza. To w praktyce emitentom często przysparza wielu problemów w relacjach z ich obligatariuszami. Niewątpliwie jest to istotna przyczyna wolnego dotychczas rozwoju rynku obligacji korporacyjnych w naszym kraju. Rynek obligacji przychodowych wprowadzonych do ustawy przed 14 laty jest w naszym kraju zaledwie symboliczny. Wśród emisji obligacji korporacyjnych ciągle nie są przeprowadzane w naszym kraju emisje sekurytyzacyjne.

W związku z powyższym, rząd zaplanował reanimację rynku obligacji poprzez nowelizację ustawy o obligacjach²³, bowiem dotychczasowe jej przepisy nie są odpowiednie do potrzeb szybko rozwijających się rynków finansowych. Znowelizowana ustawa ma usankcjonować istniejącą praktykę i stworzyć warunki dla szybszego rozwoju rynku długoterminowych nieskarbowych papierów dłużnych. Jej celem ma już nie być ochrona drobnych inwestorów-obligatariuszy. Nowa ustawa ma stworzyć przejrzystą, elastyczną i nowoczesną infrastrukturę prawną dla kreowania papierów dłużnych i wykonywania z nich praw. Wśród wielu zmian zapisanych

23 K. Maciejewski, Rząd planuje reanimację rynku obligacji, Obserwator finansowy.pl 03.03. 2014.

w założeniach projektu ustawy o zmianie ustawy o obligacjach oraz ustawy o poręczeniach i gwarancjach udzielanych przez Skarb Państwa oraz niektóre osoby prawne znajdują się m.in.²⁴

- poszerzenie, dotychczas dość wąskich kompetencji zgromadzenia obligatariuszy, które będzie uprawnione na drodze większościowego głosowania do zmiany warunków emisji obligacji po uprzednim ich objęciu przez obligatariuszy. Oznacza to, że na dokonanie zmiany tych warunków nie będzie potrzebna zgoda każdego obligatariusza, z wyjątkiem zmiany podstawowych warunków emisji, (np. warunków wypłaty oprocentowania, terminu i sposobu wykupu obligacji, czy form zabezpieczenia obligacji), które nadal będą wymagać przyjęcia przez aklamację;
- ochroną mają być objęte prawa obligatariuszy mniejszościowych, bowiem w projekcie przewidziana jest możliwość zaskarżenia uchwały, jeżeli rażąco naruszy ich interesy, lub będzie sprzeczna z dobrymi obyczajami czy z przepisami ustawy;
- uelastycznione mają być rygory emisji i ma być rozszerzona lista podmiotów uprawnionych do emisji obligacji o podmioty zagraniczne i spółki celowe – ma więc być dopuszczona sekurytyzacja, tylko już są zgłaszane obawy czy zakres projektowanych regulacji w jej zakresie uczyni ją wystarczająco efektywną²⁵;
- założenia projektu przewidują wprowadzenie znanych z rynków bardziej rozwiniętych obligacji wieczystych w przypadku których emitent nie zobowiązuje się do ich wykupu, lecz do wypłaty obligatariuszom stałego dochodu przez czas nieograniczony.

Z tym, że już obecnie, a więc jeszcze w trakcie prac nad projektem tej ustawy w Ministerstwie Finansów, pojawiają się istotne uwagi krytyczne w odniesieniu do projektowanych regulacji²⁶ Projektowana nowelizacja budzi zastrzeżenia K. Konarskiego, radcy prawnego z firmy doradczej Baker Et McKenzie, ze względu na to, że za bardzo reguluje niektóre sfery i ogranicza możliwości kreowania

²⁴ Ibidem.

²⁵ J. Ramotowski, Obligacje lepsze dla emitenta niż inwestora, Obserwator finansowy.pl03.07.2014.

²⁶ Ibidem.

nowych instrumentów, których istnienie już usankcjonowała praktyka oraz za to, że nadal zawiera zbyt dużo przepisów o charakterze ochronnym w odniesieniu do obligatariuszy, a także za to, że w projekcie wprowadza się obowiązek odbywania walnego zgromadzenia obligatariuszy, przyznawanie tylko jemu prawa zmiany warunków emisji i za przewidywanie zbyt szczegółowych procedur zwoływania zgromadzenia obligatariuszy²⁷. To, jego zdaniem, rodzi wątpliwości, czy projektowane zmiany regulacji będą rzeczywiście pomagały w rozwoju finansowania poprzez emisję papierów dłużnych, jak to zalecała rok temu grupa robocza przy Komisji Nadzoru Finansowego.

Należy jeszcze raz podkreślić, że rozwój rynku korporacyjnych papierów dłużnych, a w szczególności obligacji stanowiących coraz bardziej dominujący jego segment, zależy nie tylko od regulacji ustawowych lecz w dużej mierze od czynników zewnętrznych, np. od już omówionego czynnika koniunkturalnego – od tego, jak w różnych fazach cyklu zmieniają się wyniki z działalności operacyjnej przedsiębiorstw. Bowiern ryzyko kredytowe nieskarbowych papierów dłużnych zazwyczaj rośnie wówczas, gdy sytuacja makroekonomiczna pogarsza się, a więc w okresie recesji bądź spowolnienia gospodarczego. Ponadto rozwój rynku tych instrumentów zależy od uczestnictwa animatorów rynku (doradców, pośredników) i od zakresu wykorzystania ocen ratingowych emitentów (oczywiście wiarygodnych) oraz od upowszechniania i rozwoju platform obrotu obligacjami, co w istotnym stopniu wpływa na płynność rynku tego instrumentu, która ciągle w naszym kraju jest niska. Obligacje korporacyjne są na pewno mniej płynne od obligacji skarbowych (zdarzają się obligacje, którymi nie dokonuje się żadnego obrotu w czasie kilku sesji). Wyższego związanego z obligacjami ryzyka kredytowego (trudnego do określenia ze względu na zbyt krótki, bo zaledwie pięcioletni okres funkcjonowania rynku *Catalyst* i relatywnie niewielką liczbę obligacji osiagających swój termin wykupu potwierdzających realizację zobowiązań zaciągniętych przez ich

²⁷ Ibidem.

emitentów) nie rekompensuje nawet wyższe ich oprocentowanie. Nie ma więc pewności, że kolejna nowelizacja ustawy o obligacjach w istotnym stopniu przyczyni się do przyspieszenia rozwoju rynku korporacyjnych papierów dłużnych w naszym kraju, tym bardziej, że podobne nadzieje związane z poprzednią nowelizacją z 2000 roku, jak wynika z przeprowadzonej analizy nie spełniły się w pełni w stosunku do oczekiwań.

Bibliografia

1. P. Binkowski, H. Beeck, *Innowacje bankowe. Instrumenty terminowego rynku finansowego*, Poltext, Warszawa 1998.
2. J. Cipiur, Raczkanie rynku obligacji korporacyjnych. Obserwator finansowy.pl 28.10.2013
3. A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
4. M. Dykto, *Emisje obligacji nieskarbowych na publicznym rynku papierów wartościowych w Polsce*, w: *Rynki kapitałowe*, red. W. Bień, Monografie i opracowania naukowe SGH, Kolegium Zarządzania i Finansów, Warszawa 2005.
5. *Finanse przedsiębiorstwa*, praca zbiorowa pod red. L. Szyszko i J. Szczepańskiego, PWE, Warszawa 2003, Wyd. II zmienione i rozszerzone.
6. J. Gajdka, *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, U.Ł., Łódź 2002.
7. J. Kubiak, *Problemy weryfikacji teorii hierarchii źródeł finansowania*, w: *Finanse przedsiębiorstwa* pod red. J. Ostaszewskiego, Monografie i opracowania naukowe, SGH w Warszawie, Kolegium Zarządzania i Finansów, Warszawa 2005.
8. F. Modigliani, M. H. Miller, *The Cost of Capital of Corporation Finance and the Theory of Investment*, „American Economic Review”, June 1958.
9. S. G. Myers, *The Capitale Structure Puzzle*, “Journal of Finance” 1984.
10. K. Maciejewski, Rząd planuje reanimację rynku obligacji, Obserwator finansowy.pl 03.03. 2014
11. S.Nikołajczuk, *Papiery dłużne w finansowaniu przedsiębiorstw w Polsce w warunkach jednolitego rynku finansowego Unii Europejskiej*, w: *Ekonomia, nauki o zarządzaniu, finanse i nauki prawne wobec światowych przemian kulturowych, społecznych, gospodarczych i politycznych*, pod red. nauk. R. Bartkowiaka, J. Ostaszewskiego, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, 2011.
12. J. Ramotowski, Obligacje lepsze dla emitenta niż inwestora. Obserwator finansowy.pl 03.07.2014
13. Raporty o stanie rynku pozaskarbowych papierów dłużnych za lata 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, www.fitcpolska.com.pl,

14. M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa wg standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
15. A. Skowroński, *Czynniki kształtujące strukturę kapitału polskich przedsiębiorstw w świetle badań empirycznych*, w: *Kapitałowa strategia przedsiębiorstwa*, red. J. Sobiech, AE w Poznaniu, Poznań 2002.
16. Uchwała NSA z dnia 27.11.2000 r., EPS 5/2000, ONSA 2001.
17. Ustawa z 29.06.2000 r. o zmianie Ustawy o obligacjach oraz zmianie niektórych innych ustaw, Dz. U. nr 60, poz. 702.
18. J. Wyrobek *Tendencje zmian struktury kapitałowej firm w Polsce*, w: *Finanse przedsiębiorstwa*, red. J. Ostaszewski, Monografie i opracowania naukowe SGH, Kolegium Zarządzania i Finansów, Warszawa 2005.

Sergiusz Nikołajczuk*

***Dr hab. Sergiusz Nikołajczuk, wykładowca we Wszechnicy Polskiej Szkole Wyższej w Warszawie.**