



Zarządzanie finansami

Problemy efektywności

redakcja

Magdalena Miszczuk

Małgorzata Sosińska-Wit

M
O
N
O
G
R
A
F
I
E

Zarządzanie finansami

Problemy efektywności

Monografie – Politechnika Lubelska



Politechnika Lubelska
Wydział Zarządzania
ul. Nadbystrzycka 38
20-618 Lublin

Zarządzanie finansami

Problemy efektywności

redakcja
Magdalena Miszczuk
Małgorzata Sosińska-Wit



Wydawnictwo Politechniki Lubelskiej
Lublin 2020

Recenzent:

dr hab. Wiesława Caputa, prof. ucz. Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu



Publikacja powstała przy współpracy z Polskim
Towarzystwem Ekonomicznym Oddział w Lublinie

Publikacja wydana za zgodą Rektora Politechniki Lubelskiej

© Copyright by Politechnika Lubelska 2020

ISBN: 978-83-7947-444-8

Wydawca: Wydawnictwo Politechniki Lubelskiej
www.biblioteka.pollub.pl/wydawnictwa
ul. Nadbystrzycka 36C, 20-618 Lublin
tel. (81) 538-46-59

Druk: DjaF – 30-092 Kraków, ul. Kmiotowicza 1/1
www.djaf.pl

Elektroniczna wersja książki dostępna w Bibliotece Cyfrowej PL www.bc.pollub.pl

Nakład: 100 egz.

Spis treści

Wstęp	7
<i>Wiesław Janik, Maria Paździor</i>	
Wynik finansowy i ceny rynkowe akcji spółek giełdowych	9
<i>Artur Paździor, Marta Sokół</i>	
Kreacja wartości a efektywność ekonomiczna funkcjonowania przedsiębiorstw na przykładzie spółek publicznych z branży medialnej	19
<i>Artur Paździor, Aleksandra Styk</i>	
Wartość i czynniki ją kształtujące na przykładzie spółek publicznych z branży wydobywczej	30
<i>Adrian Majek</i>	
Analiza wpływu ryzyka finansowego na notowania kursów akcji spółek z sektora paliwowego w Polsce.....	40
<i>Małgorzata Sosińska-Wit</i>	
Rachunek kosztów w zarządzaniu mikro i małym przedsiębiorstwem na przykładzie badań własnych	50
<i>Elżbieta Ważna, Anna Surma-Syta</i>	
Analiza efektywności funduszy inwestycyjnych obligacji w latach 2014-2018	64
<i>Agnieszka Kwietniewska</i>	
Ryzyko państwa wynikające z transakcji zawieranych pomiędzy podmiotami powiązаныmi oraz wpływ zjawiska przerzucania dochodów na realizację funkcji fiskalnej.....	78

Wstęp

W gospodarce rynkowej finanse odgrywają znaczącą rolę. Właściwe zarządzanie nimi wpływa na efektywność funkcjonowania i wycenę podmiotów gospodarczych. Ma także znaczenie dla skutecznego i efektywnego funkcjonowania spółek i instytucji publicznych. Tej aktualnej, ważnej i złożonej problematyce poświęcona jest – oddawana do rąk Czytelników – monografia. Składa się ona z ośmiu artykułów, napisanych przez jedenastu autorów: pracowników naukowych i doktorantów, reprezentujących Szkołę Główną Handlową, Politechnikę Lubelską, Katolicki Uniwersytet Lubelski JP II, Państwową Wyższą Szkołę Techniczno-Ekonomiczną w Jarosławiu oraz praktyków gospodarczych.

Monografia została podzielona na trzy części. Kryterium miało charakter podmiotowy. Pierwsza część dotyczy spółek giełdowych, druga małych przedsiębiorstw, trzecia – pozostałych podmiotów. W pierwszej znalazły się cztery artykuły, w drugiej i trzeciej – po dwa.

Tom otwiera artykuł autorstwa Wiesława Janika i Marii Paździor, zatytułowany: *Wynik finansowy i ceny rynkowe akcji spółek giełdowych*. Celem artykułu była ocena zależności między bieżącą efektywnością spółek a ceną rynkową ich akcji. Do oceny wykorzystano dane sprawozdawcze trzech spółek przemysłu chemicznego. Przeprowadzona analiza wykazała brak jednoznacznej zależności między poziomem rentowności kapitałów, które są syntetyczną miarą bieżącej efektywności, a ceną rynkową akcji, co świadczy o wpływie na cenę akcji nie tylko bieżących wyników finansowych, lecz również innych czynników, które nie znajdują odzwierciedlenia w sprawozdaniach finansowych.

Do podobnych wniosków: o znacznym wpływie czynników pozafinansowych na kursy giełdowe akcji, dochodzą Artur Paździor i Marta Sokół w artykule zatytułowanym: *Kreacja wartości a efektywność ekonomiczna funkcjonowania przedsiębiorstw na przykładzie spółek publicznych z branży medialnej*. Autorzy podkreślają szczególną podatność branży medialnej na czynniki pozafinansowe określające wartość spółek.

Dwa pozostałe artykuły w pierwszej części monografii dotyczą spółek giełdowych w branży paliwowo-wydobywczej. I tak Artur Paździor i Aleksandra Styk poddali analizie dwie giełdowe spółki węglowe, tj.: Jastrzębską Spółkę Węglową i Lubelski Węgiel Bogdanka, w artykule: *Wartość i czynniki ją kształtujące na przykładzie spółek publicznych z branży wydobywczej*. W tym przypadku potwier-

dzono zależność między bieżącą kondycją finansową spółek a zmianami ich wartości rynkowej. Z kolei Adrian Majek w artykule zatytułowanym: *Analiza wpływu ryzyka finansowego na notowania kursów akcji spółek z sektora paliwowego w Polsce*, badał, w jakim stopniu wyniki wskaźników zadłużenia i struktury majątkowo-kapitałowej były powiązane z kursami cen akcji spółek prowadzących działalność w branży paliwowej.

Drugą część monografii, poświęconą małym przedsiębiorstwom otwiera artykuł autorstwa Małgorzaty Sosińskiej-Wit, zatytułowany: *Rachunek kosztów w zarządzaniu mikro i małym przedsiębiorstwem na przykładzie badań własnych*. Celem artykułu jest identyfikacja polityki w zakresie ewidencji kosztów stosowanej w mikro i małych przedsiębiorstwach, zlokalizowanych w województwie lubelskim, i możliwości wykorzystania tej informacji w celach zarządczych.

Kolejnym artykułem w tej części monografii jest opracowanie Marii Andrzejak, zatytułowane: *Inwestycja we franczyzę z perspektywy małego przedsiębiorstwa*. Autorka dokonała identyfikacji uwarunkowań i czynników wpływających na decyzję o wejściu małych i mikro- przedsiębiorstw do sieci franczyzowych, z punktu widzenia kryterium finansowego.

W ostatniej, trzeciej części monografii znalazły się dwa artykuły. Pierwszy z nich, autorstwa Anny Surmy-Syty i Elżbiety Ważnej dotyczy *Analizy efektywności funduszy inwestycyjnych obligacji w latach 2014-2018*. Fundusze te początkowo były niedoceniane w Polsce, obecnie stają się coraz bardziej popularnymi formami lokowania wolnych środków na rynku finansowym. Z kolei drugi artykuł autorstwa Agnieszki Kwietniewskiej, zatytułowany jest: *Ryzyko państwa wynikające z transakcji zawieranych pomiędzy podmiotami powiązаныmi oraz wpływ zjawiska przeczucia dochodów na realizację funkcji fiskalnej*. Autorka postawiła sobie za cel analizę problemów dotyczących transakcji pomiędzy podmiotami powiązаныmi oraz próbę odpowiedzi na pytanie, czy ceny transferowe mogą stanowić istotne zagrożenie – dla realizowanej przez państwo – funkcji fiskalnej.

Magdalena Miszczuk, Małgorzata Sosińska-Wit

Wynik finansowy i ceny rynkowe akcji spółek giełdowych

Streszczenie

Długookresowe korzyści dla właścicieli są głównym celem przedsiębiorstw komercyjnych. Znajdują one odzwierciedlenie w zyskach netto na jedną akcję oraz różnicy cen sprzedaży i zakupu akcji danej spółki. Zysk netto jest źródłem dywidendy, który jest korzyścią uzyskiwaną na bieżąco. Wartość dodana (różnica między ceną sprzedaży a ceną zakupu akcji) realizowana jest w momencie ich sprzedaży. Celem artykułu była ocena zależności między bieżącą efektywnością spółek a ceną rynkową ich akcji. Do oceny wykorzystane dane sprawozdawcze 3 spółek przemysłu chemicznego. Przeprowadzona analiza wykazała brak jednoznacznej zależności między poziomem rentowności kapitałów, które są syntetyczną miarą bieżącej efektywności, a ceną rynkową akcji. Świadczy to o wpływie na cenę akcji nie tylko bieżących wyników finansowych, lecz również innych czynników, które nie znajdują odzwierciedlenia w sprawozdaniach finansowych. Niejednokrotnie kierunki zmiany cen akcji są przeciwne od kierunku zmian w efektywności funkcjonowania spółek. Ta sytuacja sprawia, że ocena wpływu zasobów, zwłaszcza niematerialnych na reakcje wartości przedsiębiorstw jest bardzo trudna.

Słowa kluczowe: efektywność, cena akcji, wartość księgowa przedsiębiorstwa, wartość rynkowa przedsiębiorstwa, rentowność kapitałów, kapitał intelektualny.

Wprowadzenie

Powszechnie przyjmuje się, że podstawowym celem funkcjonowania współczesnych przedsiębiorstw jest pomnażanie korzyści dla właścicieli. Korzyści te materializują się w postaci zysków netto, z których płacona jest dywidenda oraz przez wzrost ceny giełdowej akcji. Jej przyrost wpływa na wzrost wartości spółek.

Cena rynkowa akcji kształtuje się pod wpływem popytu i podaży. Akcjonariusze liczą na określone przyszłe korzyści z tytułu nabytej własności. Od zarządów przedsiębiorstw oczekują oni wyzwolenia potencjału tworzenia wartości tkwiącego w pozostających w ich gestii zasobów. Dążąc do wzrostu wartości, zarządy przedsiębiorstw muszą dbać o odpowiednio wysoką efektywność prowadzonej działalności.

1 Dr hab. prof. uczelni, Katedra Finansów i Rachunkowości Politechniki Lubelskiej.

2 Dr inż., Instytut Ekonomii Katolickiego Uniwersytetu Lubelskiego.

Jej poziom w długim okresie zależy nie tylko od bieżących wyników finansowych, lecz jest zdeterminowany długookresową strategią rozwoju i związanym z nią ryzykiem. Jak podkreślają liczni autorzy, skuteczna strategia, umożliwiająca kreowanie wartości akcjonariuszom ułatwia dostęp do kapitałów zewnętrznych [Suszyński, 2007, s. 97]. Dzięki temu przedsiębiorstwa mogą rozwijać się szybciej i łatwiej pomnażać kapitały własne. Na konkurencyjnym rynku osiągnięcie oczekiwanego poziomu zysku jest warunkiem przetrwania podmiotów gospodarczych.

Przedsiębiorstwa, realizując swój podstawowy cel musi dobrze rozpoznać potrzeby i oczekiwania klientów, zgromadzić odpowiednie zasoby, właściwie je ustrukturyzować i systematycznie ich dostosowywać do zmieniających się uwarunkowań. Istotną rolę wśród tych zasobów pełnią pracownicy. Ich dokonania, zaangażowanie, wiedza i talent przesądzą dziś o osiągnięciach przedsiębiorstwa. Suma wiedzy, ...którą dysponują poszczególni współpracownicy – wiedzy, która jest ciągle wzbogacana i rozwijana, a następnie udostępniana przedsiębiorstwu” [Zimniewicz, 2003, s. 108] stanowi jeden z kluczowych zasobów, którymi dysponują przedsiębiorstwa. Dlatego zauważono, że pracownicy, szczególnie ci lojalni, posiadający wiedzę i zdolności, utożsamiający się z organizacją, to nie tylko zasób, z którym przede wszystkim wiążą się koszty. Nastąpiła zmiana w postrzeganiu roli pracowników w podmiotach gospodarczych. Nie traktuje się ich już jako źródła kosztów, lecz postrzega przez pryzmat przyszłych dochodów [Kawka, 2009, s. 88].

Od pracowników zależą nie tylko relacje międzyludzkie wewnątrz przedsiębiorstw i przebieg procesów pracy, lecz również szeroko pojęte relacje z otoczeniem. Ignorowanie interesów otoczenia grozi jednostkom gospodarczym wyeliminowaniem z rynku. A. Pulić podkreśla, że we współczesnej gospodarce pozycja pracowników zrównała się z pozycją pracodawców (a nawet – pracodawcy zaczynają być zależni od swoich pracowników) [Kowalik, 2004, s. 4].

Uwzględniając powyższe uwagi, łatwo zauważyć, że obecnie poziom efektów ekonomicznych zależy nie tylko od czynników materialnych i finansowych, lecz coraz większy wpływ na nie mają czynniki niematerialne. Ich znaczenie i wpływ na wartość podmiotów gospodarczych nazwane zostały kapitałem intelektualnym. Nie zastępuje on tradycyjnych czynników produkcji, jednak tworzy korzystne warunki dla ich efektywnego wykorzystania. Dzięki niemu rośnie produktywność aktywów materialnych i finansowych, a przez to tworzona jest dodatkowa wartość. A. Paździor zauważa, że „kapitał intelektualny jest obecnie jednym z podstawowych, jeżeli nie głównym, czynnikiem wartości przedsiębiorstwa” [Paździor, 2015, s. 29].

Celem artykułu jest ocena efektywności finansowej wybranych spółek giełdowych oraz jej wpływu na ich wartość rynkową. Sformułowano 2 hipotezy. Pierwsza dotyczy braku bezpośredniego wpływu bieżących wyników finansowych spółek na ich cenę rynkową. Drugą zaś sformułowano następująco: mimo rosnącego wpływu zasobów niematerialnych na wartość współczesnych przedsiębiorstw ocena tego wpływu i wartości zasobów materialnych jest bardzo trudna.

Ocenie poddano wyniki finansowe 3 spółek chemicznych, których akcje notowane są na GPW w Warszawie. Produkują one nawozy sztuczne, tworzywa sztuczne oraz produkty z tych tworzyw oraz różne rodzaje chemikaliów. Analizę objęto dwa ostatnie lata (2018 – 2019). W analizie wykorzystano podstawowe wskaźniki finansowe, obliczone na podstawie danych ze sprawozdań finansowych badanych spółek.

1. Efektywność finansowa spółek

Istotnym czynnikiem mającym wpływ na sytuację ekonomiczną i finansową przedsiębiorstw ma struktura ich majątku i źródeł jego finansowania. W dużej mierze jest ona zdeterminowana rodzajem prowadzonej działalności i jej rozmiarami. Niemniej jednak znaczący wpływ na nią mają decyzje zarządów przedsiębiorstw.

Tab. 1. Aktywa i ich struktura w badanych spółkach w latach 2018 – 2019

Lp.	Wyszczególnienie	Tarnów		Puławy		Police	
		2018	2019	2018	2019	2018	2019
1.	Aktywa trwałe w mld	7,03	7,49	2,93	3,22	1,69	1,82
	w tym: udział aktywów rzeczowych	0,23	0,22	0,81	0,82	0,76	0,76
	Udział aktywów trwałych w aktywach	0,82	0,81	0,66	0,69	0,74	0,73
2.	Aktywa obrotowe w mld zł	1,57	1,75	1,33	1,64	0,61	0,67
	w tym udział zapasów	0,16	0,14	0,22	0,21	0,52	0,55
	Udział aktywów obrotowych w aktywach ogółem	0,18	0,19	0,34	0,31	0,26	0,27

Źródło: Obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek.

W badanych spółkach dominującą pozycję zajmują aktywa trwałe. Ich udział w majątku ogółem, w zależności od spółki waha się w granicach od prawie 55% do ponad 70%. W 2019 r zauważa się niewielkie zmiany na korzyść aktywów obrotowych. Wysoki udział majątku trwałego ogranicza elastyczność aktywów i niekorzystnie wpływa na obrót kapitału. Trzeba jednak podkreślić, że spółki te prowadzą działalność charakteryzującą się wysoką kapitałochłonnością. W takich przedsiębiorstwach z natury dominują rzeczowe aktywa trwałe. Ich udział w aktywach trwałych wynosił w granicach 76% do ponad 80%³. Rzeczowy majątek trwały

3 Wyjątek stanowią Z.A. Tarnów, które są spółka dominującą w Grupie Kapitałowej Azoty. Posiadają one wysokie udziały kapitałowe w pozostałych badanych spółkach. Dlatego w aktywach trwałych tych zakładów akcje i udziały 72,2%.

generuje koszty stałe, niezależne od wielkości produkcji i sprzedaży. Dlatego jego wykorzystanie ma istotne znaczenia dla osiąganych wyników finansowych. Przedsiębiorstwa o wysokim udziale tego majątku są bardzo wrażliwe na spadek sprzedaży.

Istotne znaczenie dla ryzyka prowadzonej działalności gospodarczej ma struktura źródeł finansowania aktywów (tab. 2).

Tab. 2. Pasywa i ich struktura w spółkach w latach 2018 – 2019

Lp.	Wyszczególnienie	Tarnów		Puławy		Police	
		2018	2019	2018	2019	2018	2019
1.	Kapitały własne w mld zł	4,79	4,84	3,21	3,45	1,15	1,21
	w tym udział kapitału akcyjnego	0,10	0,10	0,06	0,06	0,65	0,62
2.	Zobowiązania ogółem w mld zł	3,82	4,40	1,05	1,42	1,15	1,28
	w tym: udział zobowiązań długoterminowych	0,64	0,59	0,21	0,35	0,39	0,39
3.	Kapitały stałe w mld	7,25	7,46	3,42	3,95	1,60	1,70
4.	Kapitał pracujący w mld zł	0,22	-0,03	0,49	0,73	-0,09	-0,12
5.	Wskaźnik zadłużenia ogółem	0,44	0,48	0,25	0,29	0,50	0,51
6.	Wskaźnik pokrycia odsetek	1,17	0,92	4,98	7,05	1,52	3,22

Źródło: Obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek.

W badanych spółkach struktura kapitałowa była dość zróżnicowana. Wysokie zaangażowanie kapitałów własnych odnotowano w Zakładach Azotowych w Puławach. Najbardziej zadłużoną spółką były Zakłady Chemiczne w Policach. We wszystkich spółkach odnotowano wzrost wartości kapitałów własnych. Przyrost ten był największy w Z.A. Puławy (7,5%), zaś najniższy w Z.A. Tarnów (1%).

Poziom zadłużenia i jego wpływ na wyniki finansowe badanych spółek były zróżnicowane. Bezpieczeństw finansowe tych spółek znacząco się różniło. Świadczy o tym wartość wskaźnika pokrycia odsetek. Zawierała się ona w przedziale 0,92 – 7,05. Najniższą zdolność do obsługi zadłużenia miały Z.A. w Tarnowie, zaś najwyższą Z.A. w Puławach. W Z.A. Tarnów zysk ze sprzedaży w 2019 r był niższy od odsetek należnych od zaciągniętych długów. W analizowanych spółkach zróżnicowana była struktura zadłużenia. W dwóch z nich dominowało zadłużenie krótkookresowe, w trzeciej sytuacja była odwrotna.

W dwu z badanych spółek (Tarnów w 2019 r i Police w obu badanych latach) została złamana złota reguła finansowa. Kapitały stałe były niewystarczające do sfinansowania aktywów trwałych. Kapitał pracujący był ujemny. Do finansowania tych aktywów wykorzystywano długoterminowe kapitały obce. Tym samym

przekroczona została granica w miarę bezpiecznego zadłużenia. Ryzyko finansowe w tych spółkach było znacząco wyższe niż w Z.A. Puławy

Istotne znaczenie dla efektów ekonomicznych i finansowych ma intensywność wykorzystania posiadanego potencjału gospodarczego przedsiębiorstw. Znajduje ona odzwierciedlenie we wskaźnikach produktywności aktywów (tab. 3).

Tab. 3. Produktywność aktywów i płynność finansowa badanych spółkach w latach 2018 – 2019

Lp.	Wyszczególnienie	Tarnów		Puławy		Police	
		2018	2019	2018	2019	2018	2019
1.	Przychody ze sprzedaży netto w mld zł	1825,80	1897,00	3107,30	3137,50	2411,50	2419,10
2.	Produktywność aktywów ogółem	0,21	0,21	0,73	0,69	1,05	1,01
3.	Produktywność rzeczowych aktywów trwałych	1,11	1,14	1,31	1,19	1,76	1,74
4.	Produktywność aktywów obrotowych	1,21	1,14	2,36	2,11	4,00	2,81
5.	Wskaźnik płynności bieżący	1,16	0,98	1,60	1,79	0,87	0,85
6.	Wskaźnik płynności szybki	1,00	0,84	1,25	1,41	0,42	0,37
7.	Wskaźnik płynności gotówkowej	0,74	0,56	0,53	0,56	0,05	0,05

Źródło: Obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek.

W badanych spółkach produktywność aktywów i tym samym obrotowość kapitałów była znacząco zróżnicowana⁴. Najwyższą aktywnością gospodarczą charakteryzowały się Z.Ch. Police Z jednej złotówki aktywów uzyskano tam wyższe przychody ze sprzedaży niż w dwóch pozostałych podmiotach. Dotyczyło to w równej mierze aktywów ogółem jak i aktywów trwałych i obrotowych.

O ile wykorzystanie potencjału produkcyjnego w Z.Ch. Police było najlepsze, o tyle bieżąca wypłacalność spółki była zagrożona. Informują o tym wskaźniki płynności finansowej, których wartość była znacząco niższa od wartości wzorcowych i analogicznych wskaźników w pozostałych dwóch spółkach (tab. 3). Na podkreślenie zasługuje natomiast fakt, że wszystkie spółki generowały dodatnie przepływy z działalności operacyjnej, których głównymi źródłami były zysk netto i amortyzacja. W Z.A Puławy i Z.Ch. Police gotówka wygenerowana z działalności operacyjnej była wyższa od ujemnych przepływów z działalności inwestycyjnej.

⁴ W Z.A. Tarnów na niską produktywność aktywów ogółem wpływ miał wysoki udział w obcych spółkach. Dlatego lepszą miarą są wskaźniki produktywności rzeczowych aktywów trwałych i aktywów obrotowych.

W obu latach we wszystkich badanych spółkach zasoby gotówkowe otrzymane z tej działalności z roku na rok zwiększały się.

Wszystkie spółki prowadziły rentowną działalność gospodarczą. Świadczy o tym zysk z działalności gospodarczej. Rentowność sprzedaży mierzona tym zyskiem była zróżnicowana, przy czym w roku 2019 była istotnie wyższa niż w roku poprzednim. Najwyższe przyrosty wartości tych wskaźników odnotowano w Z.A. Puławy i Z.A. Tarnów.

Tab. 4. Rentowność badanych spółkach w % w latach 2018 – 2019

Lp.	Wyszczególnienie	Tarnów		Puławy		Police	
		2018	2019	2018	2019	2018	2019
1.	Rentowność sprzedaży	3,29	5,03	3,10	12,64	1,31	2,82
2.	Rentowność kapitałów ogółem	3,75	1,58	2,35	6,77	2,06	3,13
3.	Rentowność kapitałów własnych	3,58	1,22	2,63	8,23	2,65	5,02
4.	Efekt dźwigni finansowej	-0,17	-0,36	0,28	1,46	0,59	1,89

Źródło: Obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek.

Rentowność sprzedaży nie jest podstawowym celem przedsiębiorstw. Jest natomiast źródłem korzyści dla właścicieli. Poziom tych korzyści znajduje odzwierciedlenie we wskaźnikach rentowności kapitałów. Stopa zwrotu z kapitałów własnych jest najbardziej syntetycznym wskaźnikiem oceny efektywności pracy podmiotów gospodarczych. Rentowność ta w badanych latach i analizowanych spółkach była znacznie zróżnicowana. W roku 2018 najwyższą rentowność kapitałów własnych osiągnięto w Z.A. Tarnów, najniższą zaś w spółce Z.A. Puławy. Różnica ta była jednak nieznaczna i wynosiła poniżej jednego punktu procentowego. Generalnie był to niski poziom rentowności (np. w porównaniu z oprocentowaniem długookresowych obligacji skarbowych) i nie pozwalał na uzyskanie przez właścicieli wystarczającej premii za ryzyko inwestycyjne. Warto zauważyć, że inflacja w tym roku kształtowała się na poziomie 1,9% [Rocznik statystyczny Rzeczypospolitej GUS, 2019, s. 435]. Wobec tego realne korzyści właścicieli były znacząco niższe od korzyści nominalnych.

Sytuacja zmieniła się w roku 2019. Rentowność kapitałów własnych była najniższa w Z.A. Tarnów. Był to poziom prawie 7-krotnie niższy niż w Z.A. Puławy i prawie ponad 4-krotnie niższy niż w Z.Ch. Police. Najwyższe przyrosty wartości tego wskaźnika odnotowano w spółkach wymienionych w poprzednim zdaniu. Ta zmiana spowodowała, że akcjonariusze Z.A. Tarnów nie otrzymali żadnej premii za ryzyko. Inwestorzy pozostałych dwóch spółek otrzymali pewną premię za ponoszone ryzyko, przy czym w Z.A. Puławy poziom tej premii można uznać za satysfakcjonujący. Poziom zwrotu z kapitałów własnych w tej spółce był znacząco

wyższy od oprocentowania lokat bankowych i obligacji skarbowych. Był również znacząco wyższy od stopy inflacji, która w tym roku szacowana jest na ok. 2,5% [Biuletyn Statystyczny GUS, 2020].

Na podkreślenie zasługuje również fakt wyższej rentowności kapitałów własnych w tych ostatnich dwóch spółkach w porównaniu z kapitałami ogółem. Zadłużenie tych podmiotów korzystnie wpłynęło na stopę zwrotu z kapitałów własnych. W roku 2018 efekt dźwigni finansowej był niższy od jednego punktu procentowego. W roku 2019 efekt ten był znacząco wyższy i wynosił ok. 1,5 punktu procentowego w Z.A. Puławy oraz 1,9 % w Z.Ch. Police. W Z.A. Tarnów efekt ten był ujemny. Korzyści osiągnięte z zaangażowania tych kapitałów były niższe od kosztów (ceny) ich obsługi.

2. Wartość przedsiębiorstw i ich efektywność

Analizując wyniki finansowe spółek trudno pominąć ocenę ich relacji z cenami rynkowymi akcji. Istotne znaczenie dla tej analizy ma fakt, że wartość nominalna akcji badanych spółek jest taka sama i wynosi 10 zł. Ceny rynkowe tych akcji w badanych latach były znacząco wyższe od ich wartości nominalnej (tab. 5).

Tab. 5. Wartość księgowa i rynkowa badanych spółkach w % w latach 2018 – 2019

Lp.	Wyszczególnienie	Tarnów		Puławy		Police	
		2018	2019	2018	2019	2018	2019
1.	Wartość księgowa w akcji w zł	45,43	48,67	16,75	18,01	9,20	9,67
2.	Produktywność 1 akcji	36,81	38,25	162,56	164,16	32,15	32,25
3.	Zysk netto na jedną akcję w zł	1,72	0,59	4,40	14,85	0,39	0,81
4.	Średnia cena rynkowa 1 akcji	32,20	38,21	113,92	94,75	17,46	13,69
5.	Cena akcji/wartość księgowa	0,71	0,79	6,80	5,26	1,90	1,42
6.	Wartość księgowa spółki w mld zł	4,79	4,84	3,21	3,45	1,15	1,21
7.	Wartość rynkowa spółki w mln zł	3,20	3,80	21,82	18,14	2,18	1,71
8.	Wartość dodana w mld zł	-1,59	-1,04	18,61	14,69	1,03	0,50

Źródło: Obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek.

W 2018 r. najniższy zysk na jedną akcję osiągnięto w Z.Ch. Police. Była ona jedenastokrotnie niższa w porównaniu z Z.A. Puławy i 4,5 krotnie niższa niż w Z.A. Tarnów. Znalazło to odzwierciedlenie w różnicy cen akcji. Akcje Z.A. Puławy były 6,5 krotnie droższe od akcji Z.Ch. Police i ponad trzykrotnie droższe od akcji

Z.A. Tarnów. Przyrównując cenę jednej akcji do zysku netto przypadającego na akcję zauważa się, że najwyższą relację odnotowano w Z.Ch. Police, najniższą zaś w Z.A. Tarnów. Relacja ta wpłynęła na wartość dodaną rozumianą jako różnica między wartością rynkową i księgową kapitałów własnych. W Z.A. Puławy i Z.Ch. Police wartość ta była dodatnia i przewyższała wartość księgową. W spółce Z.Ch. Police różnica była prawie dwukrotna, a w Z.A. Puławy 6,8 krotnie. W spółce Z.A. Tarnów wartość księgową była niższa od wartości księgowej o 33%.

W roku 2019 sytuacja finansowa uległa zmianie. Wartość księgową akcji wszystkich badanych spółek wzrosła. Najniższy przyrost odnotowano w Z.Ch. Police. Równocześnie zysk na jedną akcję w r. 2019 r w Z.A. Puławy wzrósł ponad trzykrotnie w porównaniu z rokiem poprzednim. W Z.Ch. Police przyrost ten był dwukrotny, natomiast w Z.A. Tarnów wielkość tego zysku spadła ponad 3-krotnie. Zmiany te niezupełnie się pokrywały ze zmianami cen na rynku kapitałowym. Średnie ceny rynkowe akcji Z.A. Tarnów wzrosły prawie o 19%, podczas gdy akcje pozostałych analizowanych spółek spadły od prawie 12% (Z.Ch. Police) do prawie 17% (Z.A. Puławy). Zmiany te wpłynęły na znaczący spadek wartości dodanej.

Porównując cenę akcji z ich wartością księgową zauważa się bardzo duże zróżnicowanie relacji cen akcji do ich wartości księgowej. W 2018 r cena akcji Z.A. Puławy przewyższała ich wartość księgową prawie siedmiokrotnie, podczas gdy w przypadku Z.Ch. ta relacja była prawie dwukrotna, zaś za 1 złotówkę wartości księgowej akcji Z.A. Tarnów płacono jedynie 71 gr. Spadek cen akcji Z.A. Puławy można byłoby, być może, wytłumaczyć korektą wynikającą z dużej różnicy między wartością tego wskaźnika dla ww. spółki a przeciętną wartością dla spółek z głównego rynku GPW. Natomiast w przypadku pozostałych badanych podmiotów kierunki zmian cen akcji i wskaźników efektywności ekonomicznej są rozbieżne i trudniejsze do wyjaśnienia.

Przeprowadzona analiza dowodzi, że zmiana bieżącej sytuacji finansowej spółek nie zawsze jednoznacznie przekłada się na cenę rynkową akcji. Z wielu analiz dotyczących rynku kapitałowego wynika, że na cenę rynkową akcji wpływa wiele czynników nie tylko natury ekonomicznej. W nauce finansów behawioralnych podkreśla się, że istotny wpływ na zachowania inwestorów mają czynniki o charakterze psychologicznym [Borowski, 2014, s. 13-18]. Czynniki te sprawiają, że potencjalni nabywcy akcji „... większą wagę przywiązują do zmian w poziomie bogactwa względem przyjętego punktu odniesienia, a nie do łącznej jego wartości” [Borowski, 2014, s. 13-18].

Te okoliczności sprawiają, że trudno jest określić wpływ zasobów, zarówno materialnych i niematerialnych, na zmianę wartości rynkowej przedsiębiorstw. W krótkim przedziale czasowym na przykładzie badanych spółek stwierdzono brak zgodności między zmianami efektów finansowych i zmianami cen akcji. Rosnącej efektywności ekonomicznej w dwóch spółkach towarzyszył spadek ich wartości rynkowej. W jednej spółce, gdzie znacząco spadła rentowność kapitałów

własnych, cena rynkowa jej akcji wzrosła. Wynika stąd, że w krótkich przedziałach czasowych bieżące efekty ekonomiczne mogą mieć ograniczony wpływ na cenę akcji. G. Arnold podkreśla, że „inwestor inwestujący we wzrost wartości powinien ustalić, czy firma dokonuje konsekwentnych inwestycji w swoje zasoby” [Arnold, 2010, s. 336]. Zasoby są bowiem źródłem przyszłej wartości, w której chce partycypować obecny inwestor. Inwestycjom w rozwój zasobów (ich ilość i jakość) towarzyszyć może stagnacja lub nawet spadek bieżącej efektywności.

Zmienność cen akcji sprawia również trudności w wykorzystaniu zmian wartości rynkowej przedsiębiorstwa do mierzenia wartości zasobów niematerialnych tworzących kapitał intelektualny. W literaturze podaje się wiele metod oceny tego kapitału i jego wpływu na wartość przedsiębiorstw [Kasiewicz, 2006, s. 115-167]. Pozostaje jednak nie rozwiązany jeden problem. Są nim wahania wartości tego kapitału pod wpływem zmian cen rynkowych akcji. Nie trudno zauważyć, że nie tylko w przypadku badanych spółek, zmiany cen akcji najczęściej następują bez zmian w ilości i jakości zasobów, którymi te spółki dysponują. A. Sopoćko zauważa, że duże przedsiębiorstwa amerykańskie (przypuszcza, że nie tylko one) są bardziej zainteresowane wzrostem cen akcji, a nie rozwojem posiadanych zasobów [Sopoćko, 2019, s. 103-104]. Wzrost korzyści akcjonariuszy może następować bez znaczącego przyrostu wartości przedsiębiorstw. Dlatego zdaniem ww. autora zarządy dużych spółek są bardziej zainteresowane wzrostem kursów akcji i w to angażują zyski, a nie inwestowaniem w rozwój.

W świetle powyższych uwag problem oceny wpływu zasobów, w szczególności niematerialnych, na wzrost wartości przedsiębiorstw oraz wyceny kapitału intelektualnego staje się bardziej złożony. O ile w pełni zrozumiąły i udowodniony jest wpływ kapitału intelektualnego na pozycję rynkową przedsiębiorstw, o tyle problem mierzenia jego wartości pozostaje otwarty. Dotychczas proponowane miary są dosyć wrażliwe na zmiany zachodzące na rynku kapitałowym. Powstaje bowiem pytanie, czy zmiana kursów akcji zmienia wartość wiedzy i doświadczenia pracowników, czy nastąpiła znacząca zmiana relacji z klientami, czy zmianie uległa kultura organizacyjna spółki itp. Wielość czynników niezwiązanych bezpośrednio z zasobami spółek kształtujących kursy akcji sprawia, że określenie wartości wpływu kapitału intelektualnego na wartość rynkową przedsiębiorstw wymaga dalszego doskonalenia istniejących lub poszukiwania nowych metody wyceny.

Podsumowanie

Pomnażanie wartości jest długookresowym celem współczesnych przedsiębiorstw. Wartość ta weryfikowana jest przez rynek kapitałowy. Powszechnie uważa się, że rozwój i poprawa jakości posiadanych zasobów oraz wzrost efektywności ich wykorzystania znajdują odzwierciedlenie we wzroście wartości przedsię-

biorstw. Równocześnie podkreśla się rosnące znaczenie zasobów niematerialnych tworzących kapitał intelektualny.

W artykule przeprowadzono analizę efektywności finansowej trzech spółek sektora chemicznego, których akcje notowane są na GPW w Warszawie. Z analizy wynika, że zmiany efektywności w krótkich przedziałach czasowych nie zawsze znajdują odzwierciedlenie w cenach bieżących akcji. Poprawie bieżącej efektywności towarzyszyć może spadek wartości rynkowej przedsiębiorstw, na który wpływ mogą wywierać czynniki, nie mające bezpośredniego związku z konkretną spółką.

Wahania wartości rynkowej przedsiębiorstw, niezależne bezpośrednio od ich bieżącej efektywności, utrudniają wycenę wartości kapitału intelektualnego. W wielu opracowaniach poświęconych kapitałowi intelektualnemu wskazuje się, że miarą wartości tego kapitału może być różnica między wartością rynkową i księgową przedsiębiorstw. Większość mierników kreacji wartości proponowanych w literaturze opiera się na takim założeniu. Wahania kursów (cen) rynkowych nie związane bezpośrednio ze zmianami efektywności finansowej przedsiębiorstw sprawia, że metody te nie pozwalają na w pełni obiektywną ocenę wartości tego kapitału. Zasób i jakość zasobów niematerialnych nie zmienia się bowiem pod wpływem zmian cen rynkowych akcji. Zmiany te w krótkich okresach są często rezultatem doraźnych decyzji o charakterze spekulacyjnym, a nie długoterminowej lokaty kapitałów. Trudno zatem zakładać, że wartość tego kapitału zmienia się pod wpływem bieżących zmian zachodzących na rynku kapitałowym. Zatem, doskonalenie dotychczas znanych metod i poszukiwanie nowych sposobów mierzenia wartości kapitału intelektualnego jest nadal zadaniem aktualnym.

Literatura

- Arnold G., *Inwestowanie w wartość*, PWN, Warszawa 2010.
- Biuletyn Statystyczny*, GUS 2020, nr 1.
- Borowski K., *Finanse behawioralne. Modele*, Difin, Warszawa 2014.
- Kawka T., *Pracownik w czasach nowej gospodarki*, w: A. Potocki (red), *Przeobrażenia i zmiany w organizacjach w warunkach globalizacji*, Difin, Warszawa 2009.
- Kasiewicz S., Rogowski W., Kicińska M., *Kapitał intelektualny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
- Kowalik A., „Magazyn Finansistów” 2004, nr 6.
- Paździor A., *Zarządzanie wartością współczesnego przedsiębiorstwa*, P.L. Lublin 2015
- Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej 2019*, GUS, Warszawa 2019
- Sopoćko A., *Zaskakujący kapitalizm. Miraż ekonomii XXI wieku*, PWE, Warszawa 2019.
- Suszyński C. (red), *Przedsiębiorstwo. Wartość. Zarządzanie*, PWE, Warszawa 2007.
- Zimniewicz K., *Współczesne koncepcje i metody zarządzania*, PWE, Warszawa 2003.

Kreacja wartości a efektywność ekonomiczna funkcjonowania przedsiębiorstw na przykładzie spółek publicznych z branży medialnej

Streszczenie

Kreowanie dodatkowej wartości dla inwestorów jest jedną z miar efektywności działalności gospodarczej. Znajduje ona odzwierciedlenie w cenach rynkowych. W niniejszym artykule przeprowadzono analizę zależności między roczną stopą zwrotu z kapitałów własnych spółek giełdowych sektora medialnego i ceną ich akcji. Wyniki tej analizy nie pozwoliły na jednoznaczną ich ocenę. Potwierdza to dość powszechną opinię o znaczącym wpływie czynników pozafinansowych na kursy giełdowe akcji. Podkreślić należy, że czynniki te w spółkach medialnych pełnią bardzo ważną rolę, dlatego ich wpływ na wartość giełdową podmiotów tego sektora może być szczególnie duży.

Słowa kluczowe: kreacja wartości, efektywność, rentowność, branża medialna.

Wstęp

Efektywne funkcjonowanie przedsiębiorstwa w warunkach gospodarki rynkowej opiera się na sprawnym i umiejętnym zarządzaniu posiadanymi zasobami. W dzisiejszej rzeczywistości gospodarczej, mając na względzie nieustannie zachodzące zmiany związane z postępującymi procesami globalizacyjnymi, gwałtownym rozwojem zaawansowanych technologii, zwłaszcza informacyjnych, oraz zwiększającą się przez to konkurencyjnością, za słuszną uznaje się koncepcję zarządzania ukierunkowaną na trwały wzrost wartości przedsiębiorstwa dla jego właścicieli. Koncepcja ta, określana jako *Value Based Management (VMB)*, stanowi punkt wyjścia do realizacji szeregu szczegółowych celów organizacji takich jak dążenie do osiągnięcia założonego udziału w rynku, zadowalającego poziomu zysku, zwiększenie innowacyjności czy utrzymanie płynności finansowej, a także scala oczekiwania właścicieli z oczekiwaniami pozostałych interesariuszy przedsiębior-

1 Dr hab. inż. profesor uczelni, Katedra Finansów i Rachunkowości Wydziału Zarządzania Politechniki Lubelskiej.

2 Wydział Zarządzania Politechniki Lubelskiej.

stwa [Duraj, Sajnog, 2011, s. 13]. Obranie przez przedsiębiorstwo za cel działalności kreacji jego wartości wpływa na optymalizację procesów decyzyjnych zarówno na szczeblu zarządu, jak i na szczeblach pośrednich przyczyniając się do efektywniejszego wykorzystywania posiadanych zasobów. Lepiej zarządzane przedsiębiorstwo to lepiej wykorzystywany kapitał udostępniony przez inwestorów, a jak zauważa A. Sajnog maksymalizowanie wartości przedsiębiorstwa opiera się na osiągnięciu „możliwie wysokiego dochodu z zainwestowanego kapitału przy akceptowanym poziomie ryzyka” [Sajnog, 2014, s. 59]. Kreacja wartości przedsiębiorstwa następuje więc w sytuacji, gdy zainwestowany kapitał osiąga stopę zwrotu na poziomie przewyższającym koszt tego kapitału [Patena, 2011, s. 30]. Ukierunkowanie na efektywność przy podejmowaniu decyzji w przedsiębiorstwie warunkuje jego przetrwanie i rozwój oraz maksymalizację wartości przedsiębiorstwa i w konsekwencji również maksymalizację korzyści dla właścicieli [Wilczyński, 2014, s. 2].

Parametrami odzwierciedlającymi efektywność ekonomiczną są między innymi wskaźniki rentowności. Przy ich wykorzystaniu określa się relację uzyskiwanych efektów do ponoszonych nakładów. Miarą uzyskiwanych efektów jest zysk decydujący o poziomie rentowności³.

Celem artykułu jest ocena rentowności badanych spółek publicznych z branży medialnej oraz kreowanej przez nie wartości. Sformułowano hipotezę o braku jednoznacznej zależności między bieżącą efektywnością spółek a ceną rynkową ich akcji. Do realizacji tak postawionych celów wykorzystano badania literaturowe, dane finansowe zaczerpnięte z raportów okresowych spółek, dane finansowe dostępne na portalach finansowych oraz narzędzia statystyczne.

1. Wartość, czynniki i mierniki jej kreacji

Pojęcie wartości w odniesieniu do przedsiębiorstwa zaczęło kształtować się jako efekt zjawisk występujących na rynku gospodarczym USA. Wzrost wielkości przedsiębiorstw w XX wieku, oddzielenie własności i kontroli od zarządzania czy pojawienie się nowych konkurentów wpłynęły na zmianę kierunku strategii finansowych przedsiębiorstw i alokacji zasobów. Przedsiębiorstwa stawały się przedmiotem obrotu, konieczne było ustalenie ich wartości.

W kontekście zarządzania VBM poprzez pojęcie wartości przedsiębiorstwa rozumie się wartość oczekiwanych w przyszłości wolnych przepływów pieniężnych, dyskontowanych stopą dyskontową [Wójcik-Jurkiewicz, 2009, s. 307]. Wartość ta determinowana jest poprzez czynniki finansowe i pozafinansowe. Jak zauważa P. Szczepankowski „ich wyodrębnienie i sterowanie nimi doprowadza do poprawy efektywności funkcjonowania organizacji gospodarczej” [Szczepankowski, 2013, s. 32].

³ <https://pl.wikipedia.org/wiki/Rentowność> (data dostępu: 27.02.2020)

Twórca koncepcji VBM, A. Rappaport za trzy główne finansowe stymulatory wartości uznał przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, stopę dyskontową oraz poziom zadłużenia. Zmiana wartości przedsiębiorstw następuje pod wpływem zmiany stopy wzrostu sprzedaży, marży zysku operacyjnego, inwestycji w majątek trwały, inwestycji w majątek obrotowy, stopy podatku dochodowego, kosztu kapitału oraz okresu zwrotu wartości. Uwzględnienie wymienionych czynników przy podejmowaniu decyzji operacyjnych, inwestycyjnych oraz finansowych przez kadrę zarządzającą przedsiębiorstwem pozwala na wyznaczenie takich działań strategicznych, których efektem będzie kreacja wartości [Szczepankowski, 2013, s. 37].

Na kreację wartości przedsiębiorstwa oprócz czynników finansowych, istotny wpływ mają również czynniki niefinansowe. Wśród nich wyodrębnić należy zasoby ludzkie i wartości niematerialne i prawne, takie jak: organizacja procesów wewnętrznych, marka i relacje z szeroko rozumianym otoczeniem. W literaturze zostały one nazwane kapitałem intelektualnym. kapitał ludzki, organizacyjny oraz relacyjny. Kapitał ludzki stanowi zagregowaną wiedzę i doświadczenie całej kadry pracowniczej, kapitał organizacyjny obejmuje wszelkie systemy, procedury i mechanizmy działania przedsiębiorstwa, które przyspieszają przepływ wiedzy i informacji w organizacji, a także patenty, prawa autorskie czy *know-how*. Kapitał relacyjny zaś odnosi się do interakcji międzyludzkich i relacji przedsiębiorstwa z jego interesariuszami. Obejmuje między innymi lojalność klientów, partnerstwo strategiczne, reputację i dobre stosunki z otoczeniem, a także wiedzę na temat konkurencji. Dzięki ich umiejętnemu wykorzystaniu przedsiębiorstwa „mogą znacznie zwiększać wartość rynkową (...) w stosunku do jej wartości księgowej” [Rzemieniak, 2013, s. 11].

Kapitał intelektualny wpływa na kształtowanie się wartości przedsiębiorstwa poprzez [Janik, Paździor, 2011, s. 239]:

- wzrost produktywności i spadek kosztów,
- lepsze dopasowanie oferowanych produktów czy usług do oczekiwań klientów, wzrost jakości, lepszą dystrybucję co przekłada się na wzrost przychodów ze sprzedaży,
- tworzenie barier wejścia na rynek nowym przedsiębiorcom z uwagi na fakt lojalności klientów czy poprzez wzrost wymogów inwestycyjnych,
- zwiększenie różnorodności dostępnych wariantów działania,
- poprawę konkurencyjności dzięki innowacjom itp.

Pomnażanie wartości przedsiębiorstwa wymaga systematycznej identyfikacji czynników niematerialnych i wykorzystywania ich dla potrzeb lepszego wykorzystania zasobów [Borowiecki, 1998, s. 41]. Dzięki temu podmioty gospodarcze mogą lepiej dostosowywać swój potencjał i ofertę produktową do oczekiwań rynku.

Wartość wydaje się być najlepszym holistycznym miernikiem efektywności funkcjonowania przedsiębiorstw, gdyż znajdują w niej odzwierciedlenia wszystkie aspekty ich działalności. Pomiaru wartości przedsiębiorstwa można dokonać w dwóch formach [Nowicki, 2014, s. 591]:

- poprzez wycenę przedsiębiorstwa, przy wykorzystaniu wybranej metody wyceny,
- przy wykorzystaniu mierników kreacji wartości.

Do oceny kreacji wartości przedsiębiorstwa korzysta się z mierników opartych na kategorii zysku ekonomicznego, m. in. takich jak: *EVA*, *MVA* [Paździor, 2015, s. 27-28]. *EVA* informuje o wygenerowanej wartości ponad poziom wynikającą z oczekiwanej stopy zwrotu, która równa jest średnioważonemu kosztowi kapitału [Paździor, 2015, s. 82]. Ustalenie jej wielkości wymaga wprowadzenia licznych korekt zysku operacyjnego i kapitałów [Cwynar, Cwynar, 2000, s. 13-14].

Wskaźnik *MVA* (rynkową wartość dodana) określa wielkość premii rynkowej za zainwestowany kapitał⁴. Jego wartość ustalana jest jako różnica między rynkową a księgową wartością kapitału własnego. *MVA* wyraża zmianę wartości zainwestowanego kapitału w całym okresie funkcjonowania przedsiębiorstwa, w przeciwieństwie do *EVA*, którego wartość określana jest tylko dla okresu sprawozdawczego. Jego wartość informuje o korzyściach oczekiwanych przez inwestorów.

2. Charakterystyka analizowanych spółek i metodyka badawcza

Przedmiotem analizy są spółki z branży medialnej notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Należą one do indeksu WIG-media. Ich wykaz podano w tab. 1.

Tab. 1. Spółki notowane w ramach indeksu WIG-media

Lp.	Nazwa	Skrót	Sektor
1.	4FUN MEDIA SPÓŁKA AKCYJNA	4FM	radio i telewizja
2.	AGORA SPÓŁKA AKCYJNA AGO	AGO	wydawnictwa
3.	ASM GROUP SPÓŁKA AKCYJNA	ASM	reklama i marketing
4.	ATM GRUPA SPÓŁKA AKCYJNA	ATG	radio i telewizja
5.	IMS SPÓŁKA AKCYJNA	IMS	media – pozostałe
6.	K2 INTERNET SPÓŁKA AKCYJNA	K2I	reklama i marketing
7.	KINO POLSKA TV SPÓŁKA AKCYJNA	KPL	radio i telewizja
8.	LARQ SPÓŁKA AKCYJNA	LRQ	reklama i marketing
9.	MEDIACAP SPÓŁKA AKCYJNA	MCP	reklama i marketing
10.	MUZA SPÓŁKA AKCYJNA	MZA	wydawnictwa
11.	MZN PROPERTY SPÓŁKA AKCYJNA	MZN	portale internetowe
12.	WIRTUALNA POLSKA HOLDING SPÓŁKA AKCYJNA	WPL	portale internetowe

Źródło: <https://www.gpw.pl/spolki> (data dostępu: 27.02.2020).

⁴ Paździor A., *Zarządzanie wartością ... op. cit.*, s.74

Media, rozumiane jako środki społecznego komunikowania o szerokim zasięgu, obejmują prasę, radio, telewizję, Internet, a w szerszym znaczeniu również film, kino, książkę czy plakat⁵. Sektor mediów i rozrywki to jeden z najdynamiczniej zmieniających się segmentów gospodarki. Głównym czynnikiem powodującym te zmiany jest postępujący proces globalizacji oraz gwałtowny rozwój zaawansowanych technologii. Zmiany dokonują się w obrębie konsumentów, dostawców, produktów i usług, technologii i modeli biznesowych.

Równie szybko jak zmieniają się technologie zmieniają się również potrzeby konsumentów, co w pewnej mierze jest zjawiskiem naturalnym. Pokolenie wychowane w erze cyfrowej zgłasza inne zapotrzebowanie na usługi z zakresu mediów niż pokolenie starsze. Dodatkowo elastyczność w zakresie dostarczania tych usług i dostosowywania się do potrzeb odbiorców potęguje chęć zmian w konsumentach. Właściwe odczytanie trendów zmian oraz dostosowanie produktów i usług do aktualnych potrzeb rynku pozwala na bardzo szybki rozwój i osiąganie znaczących zysków. Jednak szybko ewoluujący i bardzo konkurencyjny rynek wymaga od przedsiębiorstw również wielkiej elastyczności i umiejętności dostosowywania się do zmian⁶.

Jako mierników efektywności ich pracy użyto wskaźników rentowności kapitałów. Do analizy ich wartości wykorzystano wartość księgową i rynkową oraz miernik rynkowej wartości dodanej (*MVA*). Analizą objęto lata 2016 – 2018.

3. Ocena rentowności badanych spółek

Wskaźniki rentowności kapitałów dla badanych spółek w okresie objętym analizą podano w tabelach 2 – 4.

Tab. 2. *Wskaźniki rentowności kapitałów i efekt dźwigni finansowej w 2016 r.*

Lp.	Spółki	ROE	ROA	EDF
1.	4 Fun Media Spółka Akcyjna	4,53	3,23	1,30
2.	Agora Spółka Akcyjna AGO	-1,52	-1,08	0,44
3.	ASM Group Spółka Akcyjna	5,09	3,21	1,88
4.	ATM Grupa Spółka Akcyjna	10,10	7,04	3,06
5.	IMS Spółka Akcyjna	30,30	17,15	13,15
6.	K2 Internet	1,64	0,74	0,90
7.	Kino Polska TV Spółka Akcyjna	23,04	11,72	11,32

5 https://pl.wikipedia.org/wiki/Środki_masowego_przekazu (data dostępu: 27.02.2020)

6 <https://www.pwc.pl/pl/pdf/raport-media-outlook-pwc-2016.pdf> (data dostępu: 27.02.2020)

Lp.	Spółki	ROE	ROA	EDF
8.	Larq Spółka Akcyjna	32,04	24,89	7,15
9.	Mediacap Spółka Akcyjna	14,22	6,77	7,45
10.	MZN Property Spółka Akcyjna	6,41	5,86	0,55
11.	Wirtualna Polska Spółka Akcyjna	13,70	6,31	7,39

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych sprawozdawczych.

Z danych zawartych w tabeli 2 wynika, że większość spółek w 2016 r. osiągała wysokie zyski, które przyczyniła się do wysokiej stopy zwrotu z kapitałów inwestorskich. Ponad połowa z badanych spółek charakteryzowała się ponad 10% stopą korzyści dla właścicieli. Była to wysoka stopa zwrotu, bowiem trudno byłoby w tym czasie uzyskać wyższe korzyści z alternatywnych sposobów lokowania kapitałów. Na podkreślenie zasługuje również fakt, uzyskiwania dodatniego efektu dźwigni finansowej przez wszystkie analizowane podmioty gospodarcze, nawet te, które wykazywały stratę netto. Było to rezultatem relatywnie niskiej ceny rynkowej kredytów i pożyczek.

Tab. 3. Wskaźniki rentowności kapitałów i efekt dźwigni finansowej w 2017 r.

Lp.	Spółki	ROE	ROA	EDF
1.	4 Fun Media Spółka Akcyjna	20,80	13,66	7,14
2.	Agora Spółka Akcyjna AGO	-8,39	-5,98	2,41
3.	ASM Group Spółka Akcyjna	4,32	2,64	1,68
4.	ATM Grupa Spółka Akcyjna	11,82	8,59	3,23
5.	IMS Spółka Akcyjna	37,90	20,77	17,13
6.	K2 Internet	8,95	4,12	4,83
7.	Kino Polska TV Spółka Akcyjna	26,74	12,88	13,86
8.	Larq Spółka Akcyjna	24,32	21,79	2,53
9.	Mediacap Spółka Akcyjna	9,34	4,20	5,14
10.	MZN Property Spółka Akcyjna	3,39	3,16	0,23
11.	Wirtualna Polska Spółka Akcyjna	8,82	3,95	4,87

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych sprawozdawczych.

W 2017 r. sytuacja uległa pewnym zmianom, aczkolwiek nie były to zmiany radykalne. Nadal jedna ze spółek generowała stratę netto, przy czym poziom tej straty wzrósł, o czym świadczy spadek stopy zwrotu z kapitałów. Nadal kapitały obce były tanie i w miarę łatwo dostępne dla badanej grupy podmiotów gospodarczych.

Tab. 4. *Wskaźniki rentowności kapitałów i efekt dźwigni finansowej w 2018 r.*

Lp.	Spółki	ROE	ROA	EDF
1.	4 Fun Media Spółka Akcyjna	18,34	11,70	6,64
2.	Agora Spółka Akcyjna AGO	0,52	0,36	0,16
3.	ASM Group Spółka Akcyjna	3,94	1,24	2,70
4.	ATM Grupa Spółka Akcyjna	11,29	8,02	3,27
5.	IMS Spółka Akcyjna	50,89	19,15	31,74
6.	K2 Internet	8,95	4,12	4,83
7.	Kino Polska TV Spółka Akcyjna	45,72	17,41	28,31
8.	Larq Spółka Akcyjna	-10,92	-9,79	1,13
9.	Mediacap Spółka Akcyjna	9,26	3,60	5,66
10.	MZN Property Spółka Akcyjna	3,32	2,92	0,40
11.	Wirtualna Polska Spółka Akcyjna	16,17	6,95	9,22

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych sprawozdawczych.

W kolejnym roku w badanej grupie nastąpiły kolejne zmiany. Jedna ze spółek, która w poprzednich latach wykazywała wysoką rentowność w r. 2018 poniosła stratę. Z kolei spółka, która w dwóch poprzednich latach miała stratę odnotowała niewielki zysk.

4. Kreacja wartości a rentowność badanych spółek

Interesujących informacji dostarczają dane o wartości księgowej i rynkowej spółek oraz wykreowanej lub zniszczonej wartości. Dane te zamieszczono w tabelach 5–7.

Tab. 5. *Wartość księgowa, rynkowa i dodatkowa na jedną akcję w 2016 r.*

Lp.	Spółki	Wartość księgowa	Wartość rynkowa	MVA
1.	4 Fun Media Spółka Akcyjna	7,21	5,19	-2,02
2.	Agora Spółka Akcyjna AGO	23,02	12,53	-10,49
3.	ASM Group Spółka Akcyjna	1,59	5,39	3,80
4.	ATM Grupa Spółka Akcyjna	2,69	4,12	1,43
5.	IMS Spółka Akcyjna	0,56	2,87	2,31
6.	K2 Internet	10,24	12,85	2,61
7.	Kino Polska TV Spółka Akcyjna	3,35	11,70	8,35

Lp.	Spółki	Wartość księgową	Wartość rynkowa	MVA
8.	Larq Spółka Akcyjna	10,70	7,97	-2,73
9.	Mediacap Spółka Akcyjna	1,06	2,75	1,69
10.	MZN Property Spółka Akcyjna	0,57	2,49	1,92
11.	Wirtualna Polska Spółka Akcyjna	13,68	53,60	39,92

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych sprawozdawczych.

Wśród badanych spółek w ośmiu wykreowano wartość dodatkową w porównaniu z wartością księgową. W trzech spółkach nastąpił spadek ich wartości rynkowej. Najwyższy spadek wartości dodatkowej odnotowano w spółce, które wykazała stratę księgową. Warto zwrócić uwagę, że w jednej ze spółek, w której odnotowano najwyższą stopę zwrotu z kapitałów własnych (spółka LARQ) miał miejsce spadek wartości rynkowej akcji. Należy również podkreślić, że najwyższe przyrosty wartości rynkowej wystąpiły w podmiotach gospodarczych, które miały wprawdzie dodatnią stopę zwrotu, lecz nie najwyższą w badanej grupie.

Tab. 6. Wartość księgową, rynkową i dodatkową na jedną akcję w 2017 r.

Lp.	Spółki	Wartość księgową	Wartość rynkowa	MVA
1.	4 Fun Media Spółka Akcyjna	8,67	9,50	0,83
2.	Agora Spółka Akcyjna AGO	20,89	14,44	-6,45
3.	ASM Group Spółka Akcyjna	1,57	4,02	2,45
4.	ATM Grupa Spółka Akcyjna	2,81	4,40	1,59
5.	IMS Spółka Akcyjna	0,62	3,40	2,78
6.	K2 Internet	10,76	12,80	2,04
7.	Kino Polska TV Spółka Akcyjna	3,00	11,53	8,53
8.	Larq Spółka Akcyjna	17,56	15,50	-2,08
9.	Mediacap Spółka Akcyjna	1,16	2,09	0,93
10.	MZN Property Spółka Akcyjna	0,66	1,15	0,49
11.	Wirtualna Polska Spółka Akcyjna	13,89	48,50	34,61

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych sprawozdawczych.

W 2017 r. nadal w dwu badanych spółkach miał miejsce spadek wartości rynkowej, przy czym w jednej z nich nadal odnotowano wysoki poziom rentowności kapitałów. W pozostałych spółkach nadal wystąpiły dodatnie przyrosty wartości rynkowej, aczkolwiek ich wielkość była nieco zróżnicowana w porównaniu z poprzednim rokiem. W niektórych spółkach zmiany wartości księgowej i rynko-

wej miały inny kierunek. Np. wartość księgowa akcji w 2017 r była niższa o 9,1%, podczas, gdy ich wartość rynkowa wzrosła o 1,15%. Taka sytuacja może być związana z faktem pozbywania się przez spółkę zbędnych aktywów, przez co obniżane zostają koszty ich posiadania. Pozostałe aktywa są lepiej zagospodarowane, przez co przy zmniejszonej wartości księgowej podmiot uzyskuje lepsze wyniki finansowe. Inwestorzy dostrzegając te zmiany liczą na trwałą poprawę efektywności i zwiększają zapotrzebowanie na akcje takiej spółki, przez co ich cena rynkowa (kurs) rośnie.

Tab. 7. Wartość księgowa, rynkowa i dodatkowa na jedną akcję w 2018 r.

Lp.	Spółki	Wartość księgowa	Wartość rynkowa	MVA
1.	4 Fun Media Spółka Akcyjna	9,95	11,75	1,80
2.	Agora Spółka Akcyjna AGO	20,93	10,00	-19,93
3.	ASM Group Spółka Akcyjna	1,64	3,44	1,80
4.	ATM Grupa Spółka Akcyjna	2,92	4,46	1,54
5.	IMS Spółka Akcyjna	0,55	3,46	2,91
6.	K2 Internet	10,46	11,50	1,04
7.	Kino Polska TV Spółka Akcyjna	4,00	10,50	6,50
8.	Larq Spółka Akcyjna	15,10	6,00	-9,10
9.	Mediacap Spółka Akcyjna	1,21	1,67	0,46
10.	MZN Property Spółka Akcyjna	0,66	1,15	0,49
11.	Wirtualna Polska Spółka Akcyjna	15,79	52,80	37,01

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych sprawozdawczych.

W kolejnym roku miały miejsce dalsze zmiany w wartości księgowej i rynkowej badanych spółek. Na podkreślenie zasługuje fakt niższej wartości MVA w porównaniu z poprzednimi latami w większości badanych spółek. W dwóch z analizowanych podmiotów nadal wartość rynkowa była niższa od wartości księgowej.

Należy również podkreślić, że w wielu z badanych spółek stwierdzono różne kierunki zmian w rocznych stopach zwrotu z kapitałów własnych (ROE) i cen giełdowych akcji. Np. w spółce ASM Group spadkowi wartości wskaźnika ROE towarzyszył spadek kursu jej akcji. Z kolei w przypadku ATM Grupa mimo różnokierunkowych zmian ROE (wzrost w r. 2017, spadek w r. 2018) cena giełdowa ich akcji w kolejnych latach wzrastała. Wzrosty te nie były wprawdzie imponujące, tym niemniej widoczne. Z kolei w spółce K2 Internet znacznemu wzrostowi wartości ROE w 207 r (w porównaniu z rokiem 2016) towarzyszył niewielki spadek ceny giełdowej jej akcji.

Oceniając sytuację finansową spółek medialnych trzeba zwrócić uwagę na charakter ich działalności. Jest on zasadniczo różny od innych sektorów gospodarki narodowej. Wprawdzie badane spółki funkcjonują na zasadach komercyjnych. Jednakże dla niektórych z nich ważniejsza może być misja (idee), którą realizują niż korzyści ekonomiczne.

Z przeprowadzonej analizy wynika, że zależność między poziomem bieżącej efektywności spółek a ich wartością rynkową nie jest jednoznaczna. Nie można stwierdzić, że nie ma ona żadnego znaczenia, ale nie można również jednoznacznie potwierdzić, że inwestorzy giełdowi przywiązują do niej najwyższą wagę. Przeprowadzona analiza potwierdza zatem wcześniejsze uwagi, o rosnącym wpływie czynników pozafinansowych na decyzje podejmowane przez inwestorów giełdowych.

Podsumowanie

Jedną z miar efektywności funkcjonowania podmiotów gospodarczych jest dodatkowa wartość dla właścicieli. Rozumie się przez nią nadwyżkę zysku netto nad poziomem zapewniającym oczekiwaną przez inwestorów stopę zwrotu. Wartość dodatkową identyfikuje się poprzez porównanie wartości księgowej z ceną rynkową akcji. W analizowanej grupie spółek w badanym okresie niektóre z nich nie tylko nie generowały dodatkowej wartości, lecz ją traciły. Taka sytuacja miała miejsce szczególnie w dwóch spółkach.

Nie stwierdzono również jednoznacznej współzależności między roczną stopą zwrotu z kapitałów własnych a ceną rynkową akcji. W niektórych spółkach kierunek zmiany cen akcji był zgodny kierunkiem zmiany stopy zwrotu z kapitałów własnych, w innych natomiast parametry te zmieniały się w przeciwnych kierunkach. Potwierdza to, opinię o tym, że bieżące efekty finansowe spółek nie są jedynym, a w wielu przypadkach nie najważniejszym, czynnikiem kształtującym kursy giełdowe akcji. Na poziom tych kursów duży wpływ mają czynniki pozafinansowe.

Podsumowując, trzeba podkreślić szczególny charakter działalności medialnej. Związana jest ona z bardzo dużym zaangażowaniem kapitału intelektualnego. Istotną rolę w ich funkcjonowaniu spełniają pracownicy (zasoby ludzkie). Jest to rola niewspółmiernie wyższa w porównaniu z innymi formami działalności. Dlatego rola czynników pozamaterialnych w tych spółkach może mieć dominujący wpływ na cenę ich akcji.

Literatura

- [1] Duraj J., Sajnóg A., *Rentowność kapitału własnego giełdowych spółek przemysłowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2011.
- [2] Janik W., Paździor A., *Zarządzanie finansami spółki kapitałowej*, PWE, Warszawa 2010.
- [3] Janik W., Paździor A., *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwie*, Politechnika Lubelska, Lublin 2011.
- [4] Nowicki J., *Systematyka metod pomiaru wartości w ramach zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 804 *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 67, Szczecin 2014.
- [5] Panfil M., Szablewski A., *Wycena przedsiębiorstwa od teorii do praktyki*, Poltext, Warszawa 2011.
- [6] Patena W., *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa: metody wyceny w praktyce*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011.
- [7] Paździor A., *Zarządzanie wartością współczesnego przedsiębiorstwa*, Politechnika Lubelska, Lublin 2015.
- [8] Rzemieniak M., *Zarządzanie niematerialnymi wartościami przedsiębiorstw*, TNOiK Dom Organizator, Toruń 2013.
- [9] Sajnóg A., *Zysk całkowity na tle nośników wartości rynkowej przedsiębiorstwa*, *Studia Ekonomiczne / Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach* nr 198, cz. 2 *Finanse – problemy – decyzje*, Katowice 2014.
- [10] Szczepankowski P., *Determinanty wartości rynkowej spółek kapitałowych wczesnej fazy rozwoju*, Vizja Press & IT Warszawa 2013.
- [11] Wilczyński R., *Pomiar efektywności a cele przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 803, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 66, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2014.
- [12] Wójcik-Jurkiewicz M., *Wartość przedsiębiorstwa a wartość firmy*, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości, tom 53 (109), Warszawa 2009.

Wartość i czynniki ją kształtujące na przykładzie spółek publicznych z branży wydobywczej

Streszczenie

Celem współczesnych przedsiębiorstw jest pomnażanie korzyści ich właścicieli, które znajdują odzwierciedlenie w zmianach ich wartości. W artykule analizie poddano dwie spółki węglowe (Jastrzębska Spółka Węglowa i LW Bogdanka), których akcje notowane są na GPW w Warszawie. Badaniami objęto lata 2012 – 2017. Obie spółki, mimo podobnego zakresu działalności, osiągały inne wyniki finansowe. Zdecydowanie wyższe były one w LW Bogdanka. Porównano zmiany w kondycji finansowej badanych spółek ze zmianami w ich wartości rynkowe. Stwierdzono, że kierunek tych zmian w znacznym stopniu pokrywał się ze zmianami w wartości rynkowej spółek, co potwierdza sformułowaną hipotezę, że bieżąca kondycja finansowa spółek ma wpływ na zmiany ich wartości rynkowej.

Słowa kluczowe: wartość, czynniki wartości, metody wyceny, kondycja finansowa, sytuacja rynkowa.

Wstęp

W panujących obecnie realiach dynamicznie rozwijającej się gospodarki każdy świadomy przedsiębiorca, mający na względzie zarówno korzyści materialne jak i potrzebę rozwoju przedsiębiorstwa poszukuje najlepszej z możliwych koncepcji zarządzania. Ma ona pozwolić na maksymalizację korzyści przy równoczesnym efektywnym i zrównoważonym wykorzystaniu posiadanych zasobów w realizowaniu polityki prorozwojowej.

Zarządzanie przedsiębiorstwem poprzez maksymalizację wartości to przede wszystkim kontrolowanie i optymalizowanie czynników zwanych inaczej generatorami wartości [Kowal, 2004, s. 131-135]. Czynniki kształtujące wartość można podzielić na zasoby materialne (zasoby rzeczowego majątku), zatrudnionych pracowników oraz zasoby niematerialne, wśród których najpopularniejsze są: renoma,

¹ Dr hab. inż. profesor uczelni, Katedra Finansów i Rachunkowości Wydziału Zarządzania Politechniki Lubelskiej

² Wydział Zarządzania Politechniki Lubelskiej

marka firmy, pozycja na rynku, public relations, media relations i stający się coraz bardziej popularnym kapitał tworzenie innowacyjnych rozwiązań [Caputa, Janik, Paździor, 2019, s. 13]. Wszystkie te czynniki związane są ze specyfiką działalności gospodarczej i branży, w której funkcjonuje podmiot gospodarczy. Ponadto, istnieje ścisła współzależność między sytuacją makroekonomiczną kraju a rozwojem branż i poszczególnych przedsiębiorstw.

Efektywność zarządzania wartością przedsiębiorstwa weryfikowana jest przez rynek kapitałowy. Podstawową instytucją na tym rynku jest GPW. Ceny giełdowe akcji są ważną informacją dla inwestorów giełdowych. Ich poziom i kierunki zmian wykorzystywane są do oceny efektywności zakupu (inwestowania) akcji danej spółki. Trzeba jednak zauważyć, że ceny te kształtują się pod wpływem wielu czynników (nie tylko aktualnej kondycji ekonomiczno-finansowej spółek). Powstaje pytanie, na ile sytuacja ekonomiczna i finansowa spółek giełdowych ma wpływ na cenę giełdową ich akcji.

Celem artykułu jest pomiar wartości i analiza czynników ją kształtujących wybranych spółek z branży wydobywczej. Postawiono hipotezę: Kondycja finansowa spółek ma wpływ na cenę giełdową ich akcji.

Do realizacji tak postawionych celów wykorzystano badania literaturowe, dane finansowe zaczerpnięte z raportów okresowych spółek, dane finansowe dostępne na portalach finansowych oraz narzędzia statystyczne. Przedmiotem analizy są spółki giełdowe sektora wydobywczego.

1. Wartość i czynniki ją kształtujące

Pojęcie wartości jest pojęciem wielowymiarowym i złożonym [Zarzecki, 2002, s. 159], a jego definicja zależy od wielu aspektów [Paździor, 2015, s. 16-17]. W literaturze przedmiotu istnieje nie tylko wiele definicji wartości, ale także jej klasyfikacji, czynników ją kształtujących i mierników. Wartość jest przede wszystkim determinantą chęci zakupu danego przedsiębiorstwa przez inwestora. Informuje o długoterminowej perspektywie w zakresie generowania strumieni pieniężnych [Sosińska-Wit, Gałązka, 2019, s. 106].

W literaturze przedmiotu popularny jest podział zaproponowany przez A. Blacka, P. Wrighta i J.E. Bachmana na trzy główne grupy czynników kształtujących wartość przedsiębiorstw, a mianowicie czynniki o charakterze strategicznym, finansowym i operacyjnym. W każdej grupie tych czynników można wyróżnić czynniki materialne i niematerialne, (finansowe i niefinansowe), czynniki wewnętrzne i zewnętrzne, czynniki finansowe i ogólne [Szczepankowski, 2007, s. 51].

Istotnym czynnikiem wartości przedsiębiorstw jest ryzyko związane z prowadzoną przez nie działalnością. W dzisiejszej rzeczywistości gospodarczej funkcjonowanie przedsiębiorstw uzależnione jest od wielu zmiennych czynników

zarówno wewnętrznych jak i zewnętrznych. Dynamicznie zmieniające się otoczenie oraz procesy zachodzące w przedsiębiorstwie determinują pojawienie się ryzyka, które staje się nieodłącznym elementem funkcjonowania jednostek gospodarczych. Mimo iż samo pojęcie ryzyka jest niekiedy trudne do skwantyfikowania, jego dobre zrozumienie oraz odpowiednie zarządzanie nim w przedsiębiorstwie pozwala uniknąć niebezpieczeństwa, a odpowiednio wcześnie zdiagnozowanie obszarów szczególnie newralgicznych pod kątem ryzyka finansowego prowadzi do usprawnienia procesów zarządzania przedsiębiorstwem, maksymalizacji korzyści oraz wzrost wartości przedsiębiorstwa.

Bezpośrednim źródłem wartości przedsiębiorstwa jest generowany przez nie zysk na sprzedaży produktów, usług czy towarów. Jego poziom jest kryterium oceny rentowności zaangażowanych kapitałów oraz skuteczności i efektywności zarządzania (pracy zarządów przedsiębiorstw). Zależy m.in. od opłacalności wdrażanych innowacji technologicznych, produktowych, technicznych i organizacyjnych, ilości i jakości posiadanych klientów, ich opinia o ofercie produktowej, jakości obsługi itp. W coraz większym stopniu na efekty ekonomiczne przedsiębiorstw wywiera kapitał intelektualny, którego nośnikami są pracownicy. Generują oni nowe pomysły wdrażają je do praktyki przedsiębiorstw, kształtują relacje z otoczeniem, wykorzystują nadarzające się okazje itp. W tym kontekście w zarządzaniu wartością współczesnych przedsiębiorstw istotnego znaczenia nabierają takie problemy jak: systematyczne dokształcanie pracowników, odpowiednie ich motywowanie (nie tylko materialne) zarówno do systematycznej poprawy jakości pracy i współpracy wewnątrz zespołów pracowniczych.

2. Charakterystyka analizowanych spółek i metodyka badawcza

Dla potrzeb niniejszego opracowania poddano analizie spółki z sektora wydobywczego (spółki zajmujące się wydobywaniem węgla kamiennego). Mając na uwadze ścisłą współzależność między sytuacją gospodarczą kraju a rozwojem branży wydobywczej, w celu gruntownego zbadania sytuacji w badanym sektorze oraz określenia wartości poszczególnych podmiotów zasadnym jest spojrzenie na sektor z perspektywy potencjalnego inwestora.

Polskie spółki węglowe funkcjonują w niekorzystnych warunkach rynkowych, charakteryzujących się systematycznym spadkiem cen węgla. Sytuacja ta jest konsekwencją nadpodaży węgla wynikającej, m.in. ze zmian strukturalnych na rynkach energetycznych oraz spowolnienia gospodarczego w wymiarze globalnym³, a także mniej oczywistych czynników takich jak warunki atmosferyczne.

3 PROGRAM dla sektora górnictwa węgla kamiennego w Polsce przyjęty przez Radę Ministrów w dniu 23 stycznia 2018 r. uwzględnia korekty przyjęte przez Radę Ministrów 30 września 2019 r.

Długotrwałe opady deszczu prowadzą do zalania wyrobisk górniczych, a wysokie średnie temperatury w okresie zimowym skutkują spadkiem popytu na węgiel.

Trendy cenowe węgla kamiennego uzależnione są również od spadku cen wszystkich paliw kopalnych, głównie ropy naftowej i gazu ziemnego. Poprawa koniunktury na węgiel energetyczny wynikała ze wzrostu cen w Chinach i RPA oraz spadku podaży węgla z Rosji oraz Kolumbii, a w przypadku węgla do koksovania ze wzmożonego popytu na produkty stalowe.

Podstawowym narzędziem służącym do gromadzenia informacji i obserwowania takich zmian w danym sektorze jest subindeks giełdowy spółek sektora górnictwa węgla. Na podstawie danych prezentowanych w ramach Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie ocenia się efektywność instrumentu powiązanego z daną spółką i podejmuje decyzje inwestycyjne. W związku z powyższym, narzędzia te można uznać za odpowiednie i miarodajne źródło informacji. Bazując na danych z GPW i analizując sytuację ekonomiczną spółek można uznać za reprezentatywną grupę dwóch najbardziej aktywnych spółek z sektora górnictwa węgla: Lubelski Węgiel Bogdanka Spółka Akcyjna oraz Jastrzębska Spółka Węglowa Spółka Akcyjna⁴. Analizą objęto lata 2012 do 2017.

Grupa JSW to największy producent wysokiej jakości węgla koksowego i znaczący producent koksu w Unii Europejskiej⁵. Lubelski Węgiel „Bogdanka” S.A. jest jednym z liderów rynku producentów węgla kamiennego stosowanego przede wszystkim do produkcji energii elektrycznej, ciepłej i produkcji cementu.

3. Ocena sytuacji finansowej badanych spółek

W celu dokonania oceny sytuacji finansowej spółek wykorzystywane są wskaźniki analizy finansowej bazujące na danych prezentowanych przez spółki w sprawozdaniach finansowych. Ocena ogólnej sytuacji finansowej pozwala na zdefiniowanie najbardziej newralgicznych obszarów wpływających na wyniki jednostki oraz wstępne określenie wartości. Wskaźniki efektywności finansowej badanych spółek podano w tabelach 1 i 2.

Jednym z podstawowych warunków trwania i rozwoju przedsiębiorstw jest zachowanie płynności finansowej. W badanym okresie obie badane spółki funkcjonowały w warunkach zagrożenia utratą tej płynności. Informuje o tym wskaźnik płynności bieżącej, którego wartość w większości badanych lat kształtował się poniżej poziomu uważanego za bezpieczny, czyli był niższy od 1,5. W Jastrzębskiej Spółce Węglowej (JSW) tylko w roku 2012 i 2017 wartość tego wskaźnika kształtowała się na poziomie bezpiecznym. W spółce LW Bogdanka bezpieczną wartość

4 <https://www.gpw.pl/spolka?isin=AU000000PDZ2#shareholdersTab> (dostęp z dnia 05.03.2020)

5 <https://www.inwestinfo.pl/notowania-gpw/dane-spolki/jsw-58.htm> (dostęp z dnia 05.03.2020)

wskaźnika odnotowano jedynie w roku 2015. Jeżeli uwzględnimy fakt, że znaczący wpływ na wartość tego wskaźnika miały zapasy niesprzedanego węgla, praktyczne zagrożenie niewypłacalnością było bardzo wysokie. Szczególnie niebezpieczna sytuacja miała miejsce w JSW w latach 2014 i 2015. W tym okresie omawiany wskaźnik był kilkakrotnie niższy od poziomu uznawanego za pożądany.

Często niskiej płynności finansowej towarzyszy wysoki poziom zadłużenia. W przypadku analizowanych podmiotów gospodarczych zadłużenie kształtowało się na poziomie umiarkowanym. W JSW zadłużenie to wynosiło od 39% (2012 r) do 67% (2015 r.). Bardziej stabilny i zdecydowanie niższy poziom zadłużenia ogółem miał miejsce w LW Bogdanka. Tam zadłużenie ogółem wynosiło od 30% (2017 r.) do 42% (2014 i 2015 r.). Warto zwrócić uwagę na fakt, że brak jest wyraźnej korelacji między zmianami w poziomie zadłużenia i zmianami w wskaźnikach płynności finansowej. Wynika to ze specyfiki branżowej. Branża wydobywcza charakteryzuje się wysoką kapitałochłonnością, co wyraża się w dużym udziale rzeczowego majątku trwałego w aktywach. Na przykład w JSW majątek trwały na koniec 2017 r. wyniósł 67,1%, zaś w LW Bogdanka 82,5%.

Kapitały własne w obu badanych jednostkach gospodarczych nie wystarczały na sfinansowanie majątku trwałego. Wskaźnik sfinansowania tego majątku kapitałami własnymi (złotej reguły bilansowej) kształtował się na koniec 2017 r. odpowiednio: w JSW – 81,6%, zaś w LW Bogdanka – 84,6%. Dlatego do finansowania tego majątku zaangażowane zostały długoterminowe kapitały obce (zazwyczaj kredyty bankowe). W tymże roku kapitałami stałymi (sumą kapitałów własnych i zobowiązań długoterminowych) w JSW sfinansowano całość aktywów trwałych, natomiast w LW Bogdanka 99,6%. Wskaźnik finansowania majątku trwałego kapitałami stałymi w JSW wyniósł 118%, co oznacza, że częścią zobowiązań długoterminowych sfinansowano część majątku obrotowego. W LW Bogdanka niewielką część aktywów trwałych finansowano zobowiązaniami krótkoterminowymi.

Majątek ten należy do najmniej płynnych aktywów. Odzyskanie kapitałów w nim zaangażowanych jest bardzo trudne. W przypadku kopalni znaczącą część rzeczowego majątku trwałego stanowią nieruchomości oraz wysoce wyspecjalizowane urządzenia i wyposażenie. Ich np. sprzedaż jest przedsięwzięciem długotrwałym. Dlatego w analizowanej branży trudno jest poprawić płynność finansową chociażby poprzez wyprzedanie niektórych elementów rzeczowego majątku trwałego. Dlatego w takich podmiotach gospodarczych bardzo istotne znaczenie mają źródła finansowania majątku trwałego. Im są one bardziej stabilne, tym większa szansa ma taki podmiot w zachowaniu płynności finansowej i przetrwaniu sytuacji kryzysowych, spowodowanych spadkiem popytu, wzrostem konkurencji, spadkiem cen itp.

Wskaźnik udziału kapitałów stałych w finansowaniu majątku trwałego informuje o stopniu finansowania aktywów trwałych z własnego kapitału spółki uzupełnionego o zobowiązania długoterminowe. W literaturze przedmiotu podkreśla

się, że wartość wskaźnika nie powinna być mniejsza niż 1. Oznacza to, że majątek trwały powinien być finansowany kapitałem długoterminowym. W analizowanym okresie wartość tego wskaźnika w obu podmiotach ulegała pewnym zmianom, przy czym zmiany te w Jastrzębskiej Spółce Węglowej były większe. W latach 2014 i 2015 JSW finansowała znaczącą część swojego majątku trwałego kapitałami krótkoterminowymi. Stwarzało to poważne zagrożenie dla utrzymania płynności finansowej spółki i dalszego jej funkcjonowania. Dzięki odpowiedniemu programowi naprawczemu i pomocy państwa niebezpieczeństwo to zostało zażegnane. W latach 2016 i 2017 sytuacja finansowa spółki uległa poprawie. Spełniona została zasada złotej reguły finansowej.

Tab. 1. Wskaźniki efektywności Jastrzębskiej Spółki Węglowej w latach 2012 – 2017

Płynność bieżąca	1,74	1,43	0,55	0,37	1,02	1,57
Rentowność netto sprzedaży	11,20%	1,08%	-9,64%	-47,37%	0,07%	28,65%
Rentowność majątku ogółem (ROA)	7,00%	0,60%	-4,30%	-27,80%	0,00%	21,00%
Rentowność kapitałów własnych (ROE)	11,50%	1,00%	-9,00%	-83,50%	0,10%	38,40%
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,39	0,40	0,53	0,67	0,65	0,45
Wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych	0,64	0,66	1,11	2,00	1,83	0,83
Wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałami stałymi	1,19	1,10	0,86	0,75	1,01	1,18

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w sprawozdaniach finansowych

Nieco inna sytuacja miała miejsce w spółce LW Bogdanka. Była ona dość stabilna, aczkolwiek jej poziom oscylował wokół granicy bezpieczeństwa finansowego, tzn. poziom wskaźnika sfinansowania majątku trwałego kapitałami stałymi oscylowała wokół jedności. Wahał się on od 0,93 (2013 r) do 1,08 (2015 r). Mimo znacząco lepszej sytuacji, w porównaniu z JSW, analizowana spółka w latach 2013 – 2014 funkcjonowała w warunkach zagrożenia upadłością. W kolejnych latach sytuacja uległa poprawie. Spółka odzyskała równowagę finansową. Jednak wskaźnik złotej reguły bilansowej był równy jedności (2017 r.) lub nieco wyższy (2016 r.). Kapitał pracujący był równy lub bliski zera.

Tab. 2. Wskaźniki efektywności Grupy Kapitałowej LW BOGDANKA w latach 2012 – 2017

Płynność bieżąca	1,01	0,70	0,95	1,59	1,16	0,98
Rentowność netto sprzedaży	21,20%	22,36%	17,99%	-17,30%	13,27%	47,59%
Rentowność majątku ogółem (ROA)	9,42%	9,00%	6,64%	-7,00%	4,90%	16,80%
Rentowność kapitałów własnych (ROE)	13,92%	13,88%	10,94%	-12,00%	8,20%	25,70%
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,34	0,36	0,42	0,42	0,40	0,30
Wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych	0,52	0,57	0,73	0,72	0,66	0,43
Wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałami stałymi	1,00	0,93	0,99	1,08	1,04	1,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych w sprawozdaniach finansowych

Jak wcześniej wspomniano, źródłem wartości przedsiębiorstw jest generowany wynik finansowy netto. Wykorzystywany jest m.in. do ceny rentowności sprzedaży. Rentowność ta w dwóch badanych spółkach kształtowała się na zupełnie innych poziomach. W JSW we wszystkich latach badanego okresu była zdecydowanie niższa niż w LW Bogdanka. Różnica w większości badanych lat była kilkakrotna na korzyść LW Bogdanka (por. tab. 1 i 2). Warto zauważyć, że w 2015 r. obie spółki miały stratę na sprzedaży, przy czym w JSW deficytowość sprzedaży była prawie trzykrotnie wyższa niż w LW Bogdanka. Równocześnie podkreślić należy wysoką dynamikę tej rentowności. W okresie trzech ostatnich lat badanego okresu rentowność ta wzrosła kilkakrotnie. Te wahania w dużej mierze korespondują z wahaniami cen rynkowych węgla.

Osiągnięty zysk netto bezpośrednio wpływa na rentowność kapitałów. Zmiany w poziomie tej rentowności znajdują odzwierciedlenie w wahaniami wielkości zysku netto. Warto podkreślić, że rentowność kapitałów własnych w LW Bogdanka (poza 2015 r.) kształtowała się na relatywnie wysokim poziomie. Przy stosunkowo niskim poziomie inflacji osiągnięta stopa zwrotu z kapitałów własnych była wysoka. Inwestorzy osiągnęli wysokie korzyści z zainwestowanego kapitału. Znacznie gorzej była w JSW. Za korzystne dla inwestorów można uznać jedynie lata 2012 i 2017. W pozostałych latach korzyści inwestorów były symboliczne lub też groziła im utrata swoich kapitałów.

Wysoki poziom zadłużenia badanych spółek wywierał pozytywny wpływ na rentowność kapitałów własnych, o czym świadczy efekt dźwigni finansowej (EDF).

W latach względnie dobrej koniunktury rynkowej efekt ten w obu spółkach był dodatni (por: tab. 3).

Tab. 3. *Efekt dźwigni finansowej w % w badanych spółkach w latach 2012 – 2017*

Spółki	2012	2013	2014	2015	2016	2017
JSW	4,5	0,4	-4,7	-55,7	0,1	17,4
Bogdanka	4,5	1,54	4,3	-5,0	3,3	8,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie wskaźników ROE i ROA z tabel 1 i 2.

Wyjątkiem był rok 2015, kiedy z uwagą na starty ze sprzedaży oba podmioty poniosły straty. Tym samym odsetki należne od zobowiązań (kredytów, pożyczek itp.) wpłynęły na pogłębienie straty netto i ujemny efekt dźwigni finansowej. W pozostałych latach poziom osiągniętego zysku był na tyle wysoki, że przy relatywnie niskiej cenie kapitałów obcych, przyczyniał się dodatniego efektu dźwigni finansowej.

Przeprowadzona analiza wykazała znaczące różnice w poziomie efektywności finansowej badanych spółek. Efektywność ta w obu spółkach w badanych okresach ulegała znaczącym zmianom. Zmiany te miały określony wpływ na wartość rynkową tych spółek.

4. Wartości badanych spółek

W tab. 4 zestawiono wartość księgową badanych spółek i ich wartość rynkową. Te ostatnią ustalono jako iloczyn między liczbą wyemitowanych akcji a średnioroczną ich ceną na GPW w Warszawie. Kierunek zmian obu wartości był podobny. Malejącej wartości księgowej towarzyszył spadek wartości rynkowej i odwrotnie.

Tab. 4. *Wartość księgową i rynkową badanych spółek w mln zł w latach 2012 – 2017*

Spółki	2012	2013	2014	2015	2016	2017
JSW						
Wartość księgową	8573,9	8351,6	7267,5	3934,2	4069,6	6621,5
Liczba akcji	117 412	117 412	117 412	117 412	117 412	117 412
Cena akcji	88,20	72,77	34,94	13,70	38,78	81,50
Wartość rynkowa	10 355,7	8544,1	4102,4	1608,5	4553,2	9569,1

Spółki	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Bogdanka						
Wartość księgową	2296,4	2455,5	2523,8	2122,6	2292,4	2901,5
Liczba akcji	34 014	34 014	34 014	34 014	34 014	34 014
Cena akcji	119,95	130,90	118,13	64,84	51,36	68,25
Wartość rynkowa	4080,0	4452,4	4018,1	2205,5	1747	2321,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek i danych giełdowych.

Podobnie kształtowała się relacja między zmianami w sytuacji finansowej spółek i zmianami ich wartości rynkowej. Najlepiej to widać porównując zmiany w stopie zwrotu z kapitałów własnych ze zmianami cen akcji i wartości rynkowej spółek. W JSW stwierdzono zgodność kierunków zmiany wymienionych kategorii finansowych. Nieco inaczej relacja ta przebiegała się w LW Bogdanka. W ostatnich dwóch badanych latach zmiany w stopie rentowności kapitałów własnych były znacząco wyższe niż zmiany w cenie akcji i wartości rynkowej spółki. Ceny akcji słabiej reagowały na wzrost kondycji finansowej spółki i poprawę jej wyniku finansowego.

Podsumowanie

Analizując sytuację spółek z branży wydobywczej należy mieć na uwadze bardzo niestabilne warunki rynkowe. Znaczące pogorszenie sytuacji rynkowej spółek węglowych od 2013 roku wpływało na pogorszenie płynności finansowej i brak możliwości bieżącego regulowania zobowiązań cywilnoprawnych. Było to zauważalne zwłaszcza w roku 2015, w którym nastąpiło znaczne pogorszenie sytuacji finansowej, co potwierdza przeprowadzona analiza. Wzrost stanu zobowiązań wynikał ze zmniejszonych wpływów ze sprzedaży węgla, które nie były w stanie terminowo regulować swoich zobowiązań. Powstała zagrożenie dla utrzymania ciągłości produkcji i zapewnienia bezpieczeństwa pracy górniczych załóg.

Mimo podobnego zagrożenia sytuacja ekonomiczna i finansowa w badanym okresie była istotnie różna. Znacznie gorsza w JSW. LW Bogdanka, mimo balansowania na granicy bezpieczeństwa finansowego (wskaźnik złotej reguły finansowej oscylujący wokół jedności) osiągała wysoką rentowność sprzedaży i kapitałów. Pozwoliło to na osiąganie przez inwestorów wysokich korzyści finansowych, które były znacząco wyższe od poziomu inflacji.

Badając relacje między kondycją finansową spółek a ich wartością rynkową zauważono w miarę wysoką zbieżność między kierunkami zmian wskaźników

finansowej oraz cen akcji i wartości rynkowej spółek. Pogarszaniu się kondycji finansowej towarzyszył spadek cen rynkowych spółek i ich wartości rynkowej. Z tego wynika, że bieżąca sytuacja spółek jest obserwowana przez inwestorów giełdowych. Ma ona wpływ na podaż i popyt na akcje spółek.

Otrzymane wyniki są charakterystyczne dla badanych spółek. Nie można na ich podstawie wyciągać wniosków dla całej branży wydobywczej, a tym bardziej dla ogółu spółek giełdowych.

Literatura

- [1] Caputa W., Janik W., Paździor A., *Przedsiębiorczość i biznes*, Politechnika Lubelska, Lublin 2019.
- [2] Kamela-Sowińska A., *Wycena przedsiębiorstw i ich mienia*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Handlu i Rachunkowości, Poznań 2006.
- [3] Kowal D., *Kluczowe czynniki tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, (w:) Urbańczyk E. (red), *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstw. Teoria i praktyka gospodarcza*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 378, Szczecin 2004.
- [4] Paździor A. *Zarządzanie wartością współczesnego przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Politechniki Lubelskiej, Lublin 2015.
- [5] PROGRAM dla sektora górnictwa węgla kamiennego w Polsce przyjęty przez Radę Ministrów w dniu 23 stycznia 2018 r. uwzględnia korekty przyjęte przez Radę Ministrów 30 września 2019.
- [6] Sosińska-Wit M., Gałązka K. *Rola kapitału społecznego w rozwoju MMP województwa lubelskiego*, w: Paździor A., Janik W. (red), *Przedsiębiorstwo i rynek*, Politechnika Lubelska, Lublin 2019.
- [7] Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2007.
- [8] Zarzecki D. *Metody wyceny przedsiębiorstw*, FRR, Warszawa: 1999.
- [9] Zarzecki D., *Zarządzanie finansami. Klasyczne zasady nowoczesne narzędzia*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2002.

Analiza wpływu ryzyka finansowego na notowania kursów akcji spółek z sektora paliwowego w Polsce

Streszczenie

Określając związek wyników jednostek gospodarczych prezentowanych w sprawozdaniach finansowych z ich kondycją ekonomiczno-finansową niezbędne jest przeprowadzenie stosownej analizy i zinterpretowanie jej wyników. Wśród elementów tej analizy jednym z kluczowych jest badanie ryzyka finansowego, dzięki któremu możliwa jest weryfikacja poziomu zaangażowania kapitałów obcych zmniejszających poziom bezpieczeństwa finansowego. Istotą tej publikacji jest sprawdzenie, w jakim stopniu wyniki wskaźników zadłużenia i struktury majątkowo-kapitałowej są powiązane z kursami cen akcji spółek prowadzących działalność w branży paliwowej. Opisany został także związek kursów akcji do cen surowców ropy naftowej.

Słowa kluczowe: ryzyko finansowe, sektor paliwowy, korelacja, zadłużenie, struktura majątkowo-kapitałowa.

Wprowadzenie

Każda jednostka gospodarcza działająca na rynku powinna poddać się okresowym badaniom w celu zweryfikowania osiągniętych przez nią wyników i skuteczności gospodarowania kontrolowanym przez nią zasobem majątkowym oraz posiadanym kapitałem.

Do zweryfikowania tego stanu rzeczy nieocenioną pomocą służy analiza [Podstawka, 2011, s. 300].

Szczególnym rodzajem jest analiza finansowa, w której zachodzące procesy i zjawiska ekonomiczne są zaprezentowane w postaci pieniężnej. Wymieniony wyżej rodzaj analizy na podstawie informacji i danych odnośnie prowadzonej działalności skutecznie generuje wyniki, które pozwalają zapoznać się, ocenić i opracować plan mający na celu usprawnienie działalności jednostki [Podstawka, 2011, s. 303].

¹ Mgr, asystent w Katedrze Finansów i Rachunkowości Wydziału Zarządzania Politechniki Lubelskiej

Dzięki analizie finansowej podmiot może uzyskać dane odnośnie m.in. poziomu zadłużenia, ponoszonego ryzyka gospodarczego, aktywności gospodarczej, płynności finansowej czy też rentowności. Informacje odnośnie pierwszych dwóch grup można uzyskać wykorzystując dane pochodzące zarówno ze sprawozdania z sytuacji finansowej, jak i również z rachunku zysków i strat oraz rachunku przepływów pieniężnych.

Przedsiębiorstwa coraz częściej starają się wykorzystywać kapitały z zewnętrznych źródeł w celu zwiększenia efektywności prowadzonej przez nią działalności gospodarczej. W związku z zadłużaniem się wzrasta także ryzyko niewypłacalności w stosunku do swoich wierzycieli. Wobec powyższych jednostki systematycznie dokonują oceny poziomu zadłużenia weryfikując jej aktualną sytuację majątkową. Istotne są mierniki poziomu struktury kapitałów własnych i kapitałów obcych w stosunku do całkowitej sumy pasywów, dzięki czemu z łatwością można zaobserwować, które ze źródeł finansowania jest dominujące w danym przedsiębiorstwie [Wypych (red.), 2000, s. 215-216]. Ponadto warto także sprawdzić poziom zadłużenia długoterminowego, które jest wykorzystywane głównie w celach inwestycyjnych, a także relację kapitałów własnych do sumy zobowiązań [Janik, Paździor, 2011, s. 69-70].

Opisane powyżej wskaźniki informują jedynie o pochodzeniu źródeł, lecz nie dają jednoznacznej informacji odnośnie zdolności podmiotu gospodarczego do regulowania kosztów związanych z zadłużeniem. Dlatego też wykorzystuje się wskaźniki pokrycia odsetek zyskiem, obsługi długu oraz jej modyfikacji uwzględniającej koszty amortyzacji. Mierniki te pozwalają ocenić możliwości spółki do minimalizowania sytuacji związanych z napięciami płatniczymi odsetek i kosztów kredytowych [Janik, Paździor, 2011, s. 71-72].

Druga część analizy ryzyka zawarta jest w badaniu struktury majątkowo-kapitałowej jednostki gospodarczej. W niej należy sprawdzić, w jakim stopniu posiadane aktywa o charakterze długoterminowym są finansowane przez stabilne kapitały pochodzące z własnych źródeł finansowania oraz z kapitałów obcych, których termin wymagalności uregulowania jest dłuższy niż rok [Wielgórka, Chudzicki, 2009, s. 109]. Uzupełnieniem jest sprawdzenie poziomu finansowania majątku obrotowego przez zadłużenie bieżące oraz weryfikacja ogólnej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa będącej badaniem syntetycznym w tej analizie [Janik, Paździor, 2011, s. 75-76].

1. Finanse behawioralne. Istota rachunku ekonomicznego

Finanse z punktu widzenia nauki nie powinny być rozpatrywane jedynie pod kątem badań i działań o charakterze empirycznym. Ta dyscyplina naukowa jest

ściśle powiązana bowiem z innymi dziedzinami, dzięki którym można zaobserwować wiele ciekawych zjawisk. Wśród nich są indywidualne zachowania inwestorów na rynku oparte o wszelkiego rodzaju informacje i subiektywne odczucia jednostek, na bazie których podejmowane są przez nich decyzje i wykonywane działania. Tego typu zjawiskami i zagadnieniami zajmują się finanse behawioralne [Ostaszewski (red.), 2013, s.43].

W pozycjach naukowych związanych z opisywanym obszarem zauważa się mocne powiązanie rachunku ekonomicznego z istotą racjonalnego gospodarowania. Warto tutaj skupić się na wyjaśnieniu znaczenia rachunku ekonomicznego podczas podejmowania kluczowych decyzji inwestycyjnych. Pod pojęciem opisywanego rachunku rozumie się wielowariantową konfigurację nakładów i efektów, przy których możliwe jest zmaksymalizowanie zysku, jednocześnie biorąc pod uwagę dany poziom ryzyka. Nadrzędną cechą opisującą ten rachunek jest zasada racjonalnego gospodarowania, która powinna być jednym z kluczowym elementów działalności zarobkowej. Gdy wzrost racjonalności jest rozumiany jako nieustanne poszukiwanie lepszych sposobów i wyników działania zarówno pod względem adaptacji do panujących warunków jak i stale pogłębianej wiedzy, to stanowi istotny czynnik poprawy skuteczności podejmowanych działań. To z kolei pozwala efektywnie wykorzystywać rachunek ekonomiczny [Nowak, 2007, s. 246].

Poza opisanym wyżej rachunkiem ekonomicznym, zadaniem finansów behawioralnych jest poszukiwanie, zrozumienie i przewidywanie różnego rodzaju anomalii pojawiających się na rynkach finansowych. W tym celu wykorzystuje się analizę zachowania jednostek, która obejmuje teorię perspektywy, efekt predyspozycji i heurystyki. Innym rodzajem analizy wykorzystywanym do tego jest analiza zachowania rynku, w której bada się różnego rodzaju anomalie, takie jak: sezonowe, fundamentalne oraz związane z nadreaktywnością rynku [Ostaszewski (red.), 2013, s. 44-45].

2. Surowce paliwowe na giełdzie

Niewątpliwie na zachowania uczestników rynku wpływ będzie miała sytuacja związana z notowaniami surowców na światowych indeksach giełdowych. Te z kolei w zależności od rodzaju ropy mogą być zróżnicowane, a rozbieżności wynikają ze składu ciekłej kopaliny.

Ropa naftowa jest mieszaniną węglowodorów i substancji nieorganicznych. W swoim składzie zawiera ok. 50 pierwiastków, wśród których kluczowe znaczenie mają węgiel, wodór, siarka, tlen i azot. Po otrzymaniu jej z procesu wydobywczego posiada czarny lub ciemnobrunatny kolor oraz wyrazisty i intensywny zapach. Zwykle jej gęstość jest mniejsza od gęstości tlenu wodoru i zazwyczaj zawiera się

w przedziale 820 – 980 kg/m³ [Ptak, Jakóbiec, 2016, s.453]. Ropę naftową można klasyfikować według kilku kryteriów [Ptak, Jakóbiec, 2016, s.453]:

- gęstość – lekkie (poniżej 828 kg/m³), średnie (mieszczące się w przedziale 828 – 884 kg/m³), ciężkie (powyżej 885 kg/m³),
- zawartość siarki – niskosiarkowe, które są inaczej zwane słodkimi (poniżej 0,5% m/m), siarkowe (mieszczące się w przedziale 0,51 – 2,0%) i wysokosiarkowe, zwane także kwaśnymi (powyżej 2,0% siarki),
- skład chemiczny – w klasyfikacji Sachanena zostały wyróżnione takie ropy, jak m.in. parafinowe, naftenowe, asfaltowe, aromatyczne, parafinowo-naftenowe [Wydział Mechaniczno-Energetyczny Politechniki Wrocławskiej, s. 20-21, dostęp: 9.11.2019 r.].

O poszczególnych właściwościach ropy decyduje pochodzenie wydobywania tej kopaliny. Z ekonomicznego punktu widzenia najkorzystniejsze są ropy lekkie, ponieważ dzięki nim uzyskuje się więcej lekkich frakcji, jak gaz, benzyna czy też olej napędowy. Pozyskanie ich możliwe jest także z cięższych odmian ropy, jednak stwarza to automatycznie dużo wyższe zapotrzebowanie na wyspecjalizowane i kapitałochłonne technologie i urządzenia [Węglowodory.pl, 2010, dostęp: 9.11.2019 r.].

Notowania kursów akcji ropy na świecie są kształtowane przez trzy przyjęte standardy: WTI, Brent i Ural. Stanowią one wyznaczniki jakości i cech charakterystyczne oferowanej i wydobywanej kopaliny, a później rektyfikowanego w rafineriach produktu paliwowego [Dom Maklerski TMS Brokers S.A., dostęp: 9.11.2019 r.].

Oil WTI (West Texas Intermediate, zwane także jako Texas Light Sweet) należy do trzech przyjętych standardów ropy naftowej na świecie. Zgodnie z nazwą ten rodzaj ciekłej kopaliny jest wydobywany w Stanach Zjednoczonych w stanie Texas. Jest to rodzaj ropy posiadający dobre parametry gęstości (ok. 827 kg/m³) i zawartości siarki (0,24%). Pozwalają one w procesie destylacji pozyskać większą ilość benzyny i oleju napędowego, na które jest największe zapotrzebowanie wśród produktów naftowych [Węglowodory.pl, 2010, dostęp: 9.11.2019 r.].

Innym rodzajem słodkiej ropy naftowej, która z kolei wydobywana jest na morzu północnym, nosi nazwę Brent. Zawdzięcza ją jednemu z gatunków ptaków żyjącego w okolicach ustawionej platformy wydobywczej. Ten rodzaj jest najczęściej wykorzystywanym na świecie, o czym świadczy fakt, że stosuje się go przy wycenie ok. 2/3 globalnej produkcji tego surowca. W porównaniu do amerykańskiej kopaliny, Brent cechuje się większą lepkością. Ponadto charakteryzuje ją znikoma ilość siarki i słodka woń [Dom Maklerski TMS Brokers S.A., dostęp: 9.11.2019 r.].

Trzecim standardem światowej ropy jest REBCO (Russian Export Blend Crude Oil), inaczej także zwany Ural. Wydobywana jest głównie w zachodniej części Syberii i okolicach gór Uralu. Gęstość jej kształtuje się na poziomie ok. 865 kg/m³. Jednocześnie zawiera ok. 1,8% zawartości siarki, 6% zawartości parafin oraz 0,5% zawartości wody i zanieczyszczeń [Węglowodory.pl, 2010, dostęp: 9.11.2019 r.].

Innym surowcem paliwowym notowanym na światowych giełdach jest gaz ziemny. Jest to naturalne paliwo wydobywane ze skorupy ziemskiej. Stanowi on mieszaninę związków gazowych, którego głównym składnikiem jest metan. W zależności od miejsca wydobycia i technologii zgazowania skład zawartości może być zróżnicowany. W przypadku niektórych odmian można znaleźć śladowe ilości azotu, w innych z kolei poziom występowania tego pierwiastka jest podobny do innych występujących związków, jak etan, propan, butan, dwutlenek węgla i inne [PGNiG, (dostęp: 9.11.2019 r.).

3. Wpływ ryzyka finansowego na kursy akcji spółek z sektora paliwowego w Polsce

Założeniem do tego badania jest to, że wraz ze spadkiem ryzyka finansowego przedsiębiorstwa wzrośnie wartość notowań akcji spółek notowanych w indeksie WIG-PALIWA i jednocześnie zajmujących się działalnością wydobywczą i produkcyjną takich surowców, jak ropa naftowa i gaz ziemny. Do przeprowadzenia analizy posłużyły także dane pochodzące z kwartalnych sprawozdań finansowych spółek, a także uzupełnione informacjami zarejestrowanymi na stronach BiznesRadar i Infostrefa. Objęto w nim okres od II połowy 2014 roku do I połowy 2019 roku.

Do badania korelacji ryzyka finansowego z kursami akcji spółek użyto mierników charakterystycznych dla analizy zadłużenia oraz struktury majątkowo-kapitałowej. Zastosowano następujące wskaźniki:

- wskaźnik kapitału własnego,
- wskaźnik zadłużenia ogółem,
- wskaźnik zadłużenia długoterminowego,
- wskaźnik zadłużenia kapitału własnego,
- wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem,
- wskaźnik pokrycia obsługi długu (wraz ze zmodyfikowaną wersją o wartość amortyzacji),
- wskaźnik złotej reguły bilansowej,
- wskaźnik złotej reguły finansowej,
- wskaźnik sfinansowania majątku obrotowego,
- wskaźnik sfinansowania majątku obrotowego kapitałami zmiennymi,
- wskaźnik ogólnej sytuacji finansowej.

Dodatkowo zbadano także powiązanie między cenami akcji spółek, a notowaniami surowców na giełdzie. Wzięto pod uwagę notowania ropy WTI, Brent oraz gazu ziemnego.

Zastosowanym narzędziem był współczynnik korelacji liniowej Pearsona, w którym to wartości mogą przyjmować wartość od -1 do 1. W przypadku

ujemnych wartości interpretuje się w ten sposób, że wzrost danej cechy powoduje spadek tej drugiej. Jeśli wartości są dodatnie, to znaczy że wzrost pierwszej cechy skutkuje także wzrostem w przypadku tej drugiej. Siła powiązania uzależniona jest od wyniku i została przedstawiona w poniższej tabeli.

Tab. 1 Interpretacja wyników współczynnika korelacji liniowej Pearsona

Wynik	Interpretacja
$r = 0$	współzależność nie występuje, brak korelacji
$0 < r < 0,3$	zmienne są słabo skorelowane
$0,3 \leq r < 0,5$	zmienne są średnio skorelowane
$0,5 \leq r < 0,7$	zmienne są skorelowane w znacznym stopniu
$0,7 \leq r < 0,9$	zmienne są skorelowane w wysokim stopniu
$r \geq 0,9$	zmienne są skorelowane w bardzo wysokim stopniu
$r = 1$	współzależność całkowita (ściśłość)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Górecki T., *Podstawy statystyki z przykładami w R*, Wydawnictwo BTC, Legionowo 2011, s. 319.

Zaprezentowana skala może być zróżnicowana w zależności od pozycji literaturowych, na potrzeby niniejszego badania została przyjęta powyższa skala wyników.

Wyniki badań opisujących zależności zmiennych zostały przedstawione w kolejnej tabeli.

Tab. 2 Współczynniki korelacji wskaźników ryzyka finansowego i kursów akcji surowców na notowania akcji spółek

Wskaźniki/ Kursy akcji	PKN Orlen S.A.	Grupa Lotos S.A.	PGNiG S.A.	MOL Rt.	Serinus Energy Inc.
WKW	0,888	0,920	0,537	0,306	0,836
WZO	-0,888	-0,920	-0,537	-0,306	-0,836
WZdt	-0,842	-0,890	-0,400	-0,071	-0,567
D/Cw	-0,882	-0,912	-0,552	-0,289	-0,329
WPOZ	0,603	0,329	-0,499	-0,004	0,080
WPOD	0,370	0,564	-0,402	-0,274	-0,133
WPOD'	0,392	0,554	-0,410	-0,474	-0,181
WZRB	0,836	0,884	0,541	0,451	0,812
WZRF	0,282	0,747	0,079	0,529	0,274
WSMO	0,533	0,736	0,126	0,537	0,260
WSKZ	-0,533	-0,736	-0,126	-0,537	-0,260

Wskaźniki/ Kursy akcji	PKN Orlen S.A.	Grupa Lotos S.A.	PGNiG S.A.	MOL Rt.	Serinus Energy Inc.
WOSF	0,439	0,754	0,113	0,530	0,411
Ropa Brent	-0,026	0,337	0,060	0,178	0,318
Ropa WTI	-0,109	0,230	-0,024	0,103	0,389
Gaz ziemny	-0,047	-0,046	0,015	0,010	0,504

Źródło: Opracowanie własne

Wyniki przeprowadzonej analizy wskazują, że w większości przypadków istnieje wysoki stopień powiązania mierników obrazujących strukturę kapitału własnego z notowaniami cen akcji badanych spółek. Dla PKN Orlen najwyższe wartości korelacji występują w przypadku wskaźnika kapitału własnego i wskaźnika złotej reguły bilansowej. Ich wartości wskazują na to, że te cechy są ze sobą powiązane w wysokim stopniu. Z kolei znacznie powiązane są wskaźniki pokrycia odsetek zyskiem i sfinansowania majątku obrotowego kapitałem pracującym. Średni poziom zależności istnieje w przypadku wskaźników pokrycia obsługi długu w dwóch wariantach oraz ogólnej sytuacji finansowej. Słaby stopień dodatniej korelacji występuje w przypadku złotej reguły finansowej. Wysokie ujemne zależności są w przypadku wskaźników zadłużenia ogółem, zadłużenia długoterminowego i zadłużenia kapitału własnego. Dla miernika sfinansowania majątku obrotowego kapitałami zmiennymi występuje ujemne oddziaływanie na kursy spółek, a w przypadku notowań surowców są także ujemne powiązania na poziomie marginalnym.

Podobnie jak w spółce Orlen, tak i w Grupie Lotos największa zależność jest w stosunku do wskaźnika kapitału własnego, gdzie występuje bardzo wysoki stopień powiązania. Wysoki poziom korelacji jest we wskaźnikach złotej reguły bilansowej i finansowej, a także we wskaźnikach sfinansowania majątku obrotowego kapitałem pracującym i ogólnej sytuacji finansowej. W stopniu znacznym są skorelowane mierniki pokrycia obsługi długu. Średnie powiązanie prezentują wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem i kursy ropy Brent. Z kolei współzależność z ropą WTI jest na słabym poziomie. Ujemne o bardzo wysokim stopniu oddziaływania są we wskaźnikach zadłużenia ogółem i zadłużenia kapitału własnego. Dla wskaźników zadłużenia długoterminowego i sfinansowania kapitałami zmiennymi występuje wysoki stopień odwrotnego oddziaływania, a w przypadku notowań gazu ziemnego niemal nie występuje powiązanie.

Dla spółki PGNiG jedyne znaczne związki istnieją w stosunku do wskaźników kapitału własnego i złotej reguły bilansowej. Dodatkowo korelacje występują również we wskaźnikach złotej reguły finansowej, sfinansowania kapitałem pracującym i ogólnej sytuacji finansowej oraz do kursów ropy Brent i gazu ziemnego. Są one jednak na słabym poziomie. Więcej jest wskaźników oddziałujących negatywnie

na akcje PGNiG. Na znacznym poziomie są powiązania wskaźników zadłużenia ogółem i zadłużenia kapitału własnego. W średnim stopniu występują relacje z miernikami pokrycia odsetek zyskiem i obsługi długu oraz do zadłużenia długoterminowego. Słabo są skorelowane także wskaźnik sfinansowania kapitałami zmiennymi i kursy akcji ropy WTI.

W stosunku do węgierskiego przedsiębiorstwa MOL znaczny poziom zależności jest zauważalny dla wskaźników sfinansowania majątku obrotowego kapitałami pracującymi, złotej reguły finansowej i ogólnej sytuacji finansowej. Średnie stopnie korelacji występują w przypadku wskaźników złotej reguły bilansowej i kapitału własnego. Słabe współzależności są widoczne w przypadku notowań surowców. Oddziaływanie odwrotne o znacznym poziomie korelacji występuje dla wskaźnika sfinansowania kapitałami zmiennymi. Na średnim poziomie są powiązane wskaźniki zadłużenia ogółem i pokrycia obsługi długu w wariancie z amortyzacją, a dla pozostałych są to korelacje na słabym poziomie.

Dla spółki Serinus Energy wysokie poziomy zbieżności odnotowuje się również w przypadku wskaźników kapitału własnego i złotej reguły bilansowej. Znaczny stopień powiązania jest widoczny z notowaniami gazu ziemnego. Średnie relacje występują ze wskaźnikiem ogólnej sytuacji finansowej i kursami obu rodzajów ropy. Słabo widoczne powiązania są z miernikami pokrycia odsetek zyskiem, złotej reguły finansowej i sfinansowania kapitałem pracującym. Ujemne znaczne korelacje jest widoczne w przypadku wskaźnika zadłużenia ogółem. Znaczny stopień został zaobserwowany dla miernika zadłużenia długoterminowego, a średni przy zadłużeniu kapitału własnego. Dla pozostałych korelacje są na słabym poziomie.

Podsumowanie

Z analizy przy użyciu współczynnika korelacji liniowej wynika, że niektóre mierniki zadłużenia i struktury majątkowo-kapitałowej wykazują silny związek z notowaniami akcji badanych spółek akcyjnych z sektora paliwowego. W większości badanych podmiotów wraz ze wzrostem wskaźników kapitału własnego i złotej reguły bilansowej wzrastały także kursy giełdowe powyższych jednostek. Najbardziej niekorzystne działanie na ceny akcji miały mierniki informujące o poziomie zadłużenia, czyli wskaźniki zadłużenia ogółem, zadłużenia długoterminowego i zadłużenia kapitału własnego. Co ciekawe wyniki giełdowych notowań surowców mają dość znikome znaczenie dla spółek z branży paliwowej, wyłączając z tego zagraniczną spółkę Serinus Energy.

Dzięki tym badaniom można stwierdzić, że wyższe ceny akcji osiągają te przedsiębiorstwa, gdzie ryzyko finansowe związane ze strukturą zadłużenia ulega trendowi malejącemu. Inwestorzy bardziej cenią te spółki, których sytuacja majątkowo-kapitałowa jest ustabilizowana i które sięgają po własne źródła finansowania

ograniczając przy tym zaangażowanie kapitałowe od podmiotów niezwiązanych z przedsiębiorstwem.

Zazwyczaj przy ocenie atrakcyjności przedsiębiorstw i ich sytuacji bierze się pod uwagę ich zdolność do generowania korzyści ekonomicznych oraz to, jak kształtuje się w danej jednostce poziom płynności. Okazuje się, że podczas wypracowywania syntetycznej oceny są brane pod uwagę także aspekty informujące o finansowaniu jednostki gospodarczej. Będąc w posiadaniu informacji o planowanych zasileniach kapitałowych i zmianach w strukturze pasywów ma się możliwości przewidywania zachowań inwestorów w stosunku do notowań akcji na giełdach.

Literatura

- [1] Podstawka M., *Podstawy finansów – teoria i praktyka*, Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2011.
- [2] Wypych M. (red.), *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, Absolwent, Łódź 2000.
- [3] Wielgórka D., Chudzicki M., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Politechniki Częstochowskiej, Częstochowa 2009.
- [4] Paździor A., *Zarządzanie wartością współczesnego przedsiębiorstwa*, Politechnika Lubelska, Lublin 2015.
- [5] Ostaszewski J. (red.), *Finanse*, Difin, Warszawa 2013.
- [6] Nowak M., *Finanse behawioralne jako nowy kierunek analizy racjonalności inwestorów na rynkach finansowych*, [w:] *Studia Lubuskie: prace Instytutu Prawa i Administracji Państwowej Wyższej Szkoły Zawodowej w Sulechowie*. 3/2007, ISSN 1733-8271, Wydawnictwo Państwowej Wyższej Szkoły Zawodowej, Sulechów 2007, s. 243 – 254.
- [7] Janik W., Paździor A., *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwie*, Politechnika Lubelska, Lublin 2011.
- [8] Bombiak E., *Modele dyskryminacyjne jako metoda oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*, [w:] *Zeszyty Naukowe Akademii Podlaskiej w Siedlcach*, Seria: „Administracja i Zarządzanie”, nr 86, Siedlce 2010, s. 141 – 152.
- [9] Ptak S., Jakóbiec J., *Ropa naftowa jako główny surowiec energetyczno-przemysłowy*, [w:] *Nafta-Gaz 2016*, nr 6, s. 451–460, DOI: 10.18668/NG.2016.06.09.
- [10] *Ciekle paliwa opałowe i napędowe*,
- [11] http://fluid.wme.pwr.wroc.pl/~spalanie/dydaktyka/spalanie_wyklad_mechanika/PALIWA/3_Ciekle_paliwa.pdf (dostęp: 9.11.2019 r.).
- [12] *Gatunki ropy naftowej*, <http://weglowodory.pl/rodzaje-ropy-naftowej/> (dostęp: 9.11.2019 r.).
- [13] *Oil WTI, Brent i Ural, czyli benchmarki cenowe ropy naftowej w handlu surowcami*, <https://www.tms.pl/oil-wti> (dostęp: 9.11.2019 r.).

- [14] *Czym jest gaz ziemny?*, <http://pgnig.pl/dla-domu/poradnik/czym-jest-gaz-ziemny> (dostęp: 9.11.2019 r.).
- [15] Infostrefa, <http://infostrefa.com/infostrefa/pl/index/> (dostęp: 13.11.2019).
- [16] BiznesRadar, <https://www.biznesradar.pl/> (dostęp: 9.11.2019 r.).
- [17] Money.Pl, <https://www.money.pl/> (dostęp: 26.10.2019 r.)
- [18] Górecki T., *Podstawy statystyki z przykładami w R*, Wydawnictwo BTC, Legionowo 2011.

Rachunek kosztów w zarządzaniu mikro i małym przedsiębiorstwem na przykładzie badań własnych

Streszczenie

Rozwiązywanie licznych problemów i podejmowanie decyzji przez podmioty gospodarcze, szczególnie w trudnych, kryzysowych warunkach, nie jest możliwe bez dostępu do informacji, w tym informacji finansowych, których podstawowym źródłem w przedsiębiorstwie są księgi rachunkowe. Część mikro i małych przedsiębiorstw nie prowadzi jednak ksiąg rachunkowych. Zgodnie z obowiązującym prawem, ze względu na formę organizacyjno-prawną, bądź osiągnięte przychody, nie mają takiego obowiązku. Przedsiębiorstwa te prowadzą jednak różne rodzaje ewidencji dla celów rozliczeń publiczno-prawnych, których rodzaj zależy między innymi od wybranej formy rozliczeń z tytułu podatku dochodowego.

Polityka w zakresie ewidencji kosztów rodzi wiele problemów i dylematów. Celem artykułu jest identyfikacja polityki w zakresie ewidencji kosztów stosowanej w mikro i małych przedsiębiorstwach i możliwości wykorzystania tej informacji w celach zarządczych. Podmiotem badań są przedsiębiorstwa zlokalizowane na obszarze województwa lubelskiego prowadzące zarówno pełną jak i uproszczoną księgowość. Przedmiotem badań zaś są subiektywne opinie przedsiębiorców należących do sektora mikro i małych przedsiębiorstw, o czynnikach mających wpływ na obraz ewidencji kosztów w ich podmiocie.

Słowa kluczowe: rachunek kosztów, zarządzanie kosztami, mikro i małe przedsiębiorstwa

Wprowadzenie

Okresowo pojawiające się sytuacje kryzysowe, to charakterystyczne cechy współczesnej gospodarki rynkowej, utrudniające sprawne zarządzanie mikro i małym przedsiębiorstwem, które to podmioty są szczególnie podatne na wahania na rynku i ewentualne trudności finansowe klientów. Opinię tę potwierdzają badania statystyczne, zgodnie z którymi w ciągu początkowych czterech lat od założenia przedsiębiorstwa działalność zamyka ponad połowa z nich.

¹ Dr, Katedra Finansów i Rachunkowości Politechniki Lubelskiej.

Obecna sytuacja kryzysu wymaga zatem od przedsiębiorstw stosowania takich narzędzi, które będą pomocne w procesie podejmowania szybkich i skutecznych decyzji, w reakcji na zmieniające się warunki otoczenia. Tradycyjne, zachowawcze metody i techniki zawiodą zarówno w obliczu nagłych kryzysów, jak i nieoczekiwanych szans. Właściciele przedsiębiorstw, kierując organizacją poruszają się po nieprzewidywalnym otoczeniu, które kryje nieograniczone możliwości i groźne pułapki.

Przedsiębiorstwa w tej sytuacji muszą ciągle dostosowywać się do zmieniającego się otoczenia i szybko reagować na wszelkie nieoczekiwane wydarzenia, oraz tworzyć takie strategie, by do minimum ograniczyć podejmowanie nieefektywnych decyzji. W procesach tych dużą rolę odgrywa odpowiedni dostęp do informacji. Konieczne staje się wykorzystanie zarówno informacji o procesach zachodzących wewnątrz jednostek gospodarczych oraz ze źródeł zewnętrznych [E. Nowak, 2005, s. 30-31].

W ostatnim okresie rozwinęło się szereg koncepcji i metod, których zadaniem jest wspomaganie procesów podejmowania decyzji, opartych w dużej mierze o rachunek kosztów i optymalizację procesów. Stosują je jednak przede wszystkim podmioty duże, bogate, utrzymujące zespoły budujące strategię przedsiębiorstwa lub korzystające z usług firm consultingowych. Dostęp do tych metod dla mikro i małych przedsiębiorstw jest bardzo ograniczony ze względu m.in. na brak informacji o możliwościach ich wykorzystania i wysoki koszt ich pozyskania. W związku z tym, celem artykułu jest określenie polityki w zakresie ewidencji kosztów stosowanej w mikro i małych firmach, i możliwości wykorzystania informacji o ponoszonych kosztach w zarządzaniu i ocenie efektywności tych podmiotów.

Podmiotem badań są firmy zlokalizowane na obszarze województwa lubelskiego prowadzące zarówno pełną jak i uproszczoną księgowość. Przedmiotem badań zaś są subiektywne opinie przedsiębiorstw należących do sektora mikro i małych przedsiębiorstw, o czynnikach mających wpływ na obraz ewidencji kosztów w ich przedsiębiorstwie. W pracy wykorzystano badania ankietowe przeprowadzone na grupie mikro i małych przedsiębiorstw funkcjonujących na terenie województwa lubelskiego.

Zarządzanie kosztami w mikro i małych przedsiębiorstwach

Osoby kierujące przedsiębiorstwem mają za zadanie zapewnić pełne zrealizowanie założonych celów oraz doprowadzić do osiągnięcia jak najlepszych wyników. Aby to umożliwić, muszą ukierunkować swoje działania na osiągnięcie maksymalnych korzyści z zaangażowanych w działalność zasobów przy jednoczesnym racjonalizowaniu kosztów, dążąc do osiągnięcia wysokiej efektywności [E. Nowak, 2015, s.162].

Ryzyko i niepewność stały się podstawowymi cechami współczesnego otoczenia konkurencyjnego. Niezbędna staje się w związku z tym umiejętność przewidywania przyszłości, oszacowania własnych potencjałów i możliwości. Wymaga to stworzenia przez pojedyncze przedsiębiorstwo odpowiedniego systemu informacyjnego, stanowiącego podstawę zarządzania i kontroli. Informacja jest bowiem w gospodarce wolnorynkowej kluczowym elementem warunkującym sukces. To informacja jest podstawą podejmowania optymalnych decyzji [A. Kamela-Sowińska 2005, s. 80].

Współcześnie menadżerowie i osoby zarządzające przedsiębiorstwem potrzebują coraz to dokładniejszych informacji o kosztach wykorzystywanych zasobów, procesów, działań, obecnych i przyszłych produktów, klientów, kanałów dystrybucji, dostawców, kooperantów, projektów badawczych, stanowisk pracy czy jednostek organizacyjnych [I. Sowiek-Kasprzyk i in. 2017, s. 192-206]. Potrzeby informacyjne użytkowników wyznaczają bardzo szeroki zakres potencjalnych obiektów gromadzenia, grupowania i kalkulacji kosztów [G.K. Świdorska i in. 2016, s. 172].

Koncepcją zarządzania obejmująca działania ukierunkowane na poprawę efektywności wykorzystania zasobów jest nazywana zarządzaniem kosztami. W kosztach znajduje odzwierciedlenie jakość pracy w różnych obszarach działalności przedsiębiorstwa. Dlatego uwaga menedżerów jest skupiona na kształtowaniu kosztów na odpowiednim poziomie. Informacje dostarczane przez system zarządzania kosztami umożliwiają zarazem ocenę efektywności wykorzystania zasobów przedsiębiorstwa, jak i podjęcie działań skutkujących jej wzrostem. [B. Kołodziejczuk, 2014, s.117-120].

Dostęp do informacji o wysokości ponoszonych kosztów w mikro i małych przedsiębiorstwach jest jednak ograniczony, gdyż znaczna część z nich nie prowadzi ksiąg rachunkowych. Zgodnie z obowiązującym prawem, ze względu na formę organizacyjno-prawną bądź osiąganą przychody, nie mają takiego obowiązku. Przedsiębiorstwa te prowadzą jednak różne rodzaje ewidencji dla celów rozliczeń publiczno-prawnych, płacąc podatek dochodowy w zryczałtowanych formach. Informacja o wysokości i strukturze ponoszonych kosztów jest w tych podmiotach ograniczona, a wykorzystanie jej w procesach podejmowania decyzji uproszczone i często intuicyjne.

Na stworzenie niezależnego systemu informacyjnego wspierającego zarządzanie, podobnie zresztą jak na dobrowolne prowadzenie ksiąg rachunkowych, decydują się na ogół ci mikro i mali przedsiębiorcy, których działalności prosperują wystarczająco dobrze, by mogli sobie na to pozwolić. Zwykle takie rozwiązania są bowiem dość kosztowne, gdyż wymagają zakupu odpowiedniego oprogramowania, w związku z tym zdarza się, że ich prowadzenie nie ma uzasadnienia ekonomicznego. Dlatego też mikro i mali przedsiębiorcy, którzy działają na niewielką skalę, zwykle pozostają przy prowadzeniu obligatoryjnych ewidencji stanowiących podstawę rozliczeń publiczno-prawnych.

Charakterystyka mikro i małych przedsiębiorstw w województwie lubelskim

Jak wskazują dane prezentowane przez *Urząd Statystyczny* [<https://stat.gov.pl/>], w 2018r. w Polsce działało 2,15 mln przedsiębiorstw niefinansowych, określanych jako aktywne, podczas gdy w 2009r. było ich 1,67 mln. Oznacza to wzrost rzędu 28,7%. Obserwując dane dotyczące liczby przedsiębiorstw ze względu na wielkość, można zauważyć, że na przestrzeni lat 2009-2018 udział poszczególnych grup ulegał niewielkim wahaniom. W 2018r. liczba aktywnych przedsiębiorstw w grupie firm mikro wynosiła 96,7%, a małych 2,5%. W województwie lubelskim sektor przedsiębiorstw, również jest zdominowany przez mikroprzedsiębiorstwa, których udział w strukturze wszystkich przedsiębiorstw wynosi 96,9%, a małych firm jest ok 2,4%.

Na koniec 2018r. w sektorze przedsiębiorstw pracowało prawie 10 mln osób. Dla blisko 51,9% wszystkich pracujących w przedsiębiorstwach miejscem pracy był sektor MMP. Najwięcej miejsc pracy generują mikro firmy 40,8%, a małe podmioty 11,1%. W województwie lubelskim na koniec 2018r. w sektorze przedsiębiorstw pracowało 385,5 tys. osób. Dla ponad 60% wszystkich pracujących miejscem pracy był sektor MMP, z czego 47,5% pracowało w mikroprzedsiębiorstwach.

W Polsce rozwój gospodarczy nie przebiega równomiernie w całym kraju. Wolniejsze zmiany obserwuje się szczególnie w województwach wschodniej Polski. Do takich województw należy województwo lubelskie, najsłabsze pod względem PKB *per capita*. W województwie lubelskim zarówno mniej podmiotów, jak i mniej pracowników przypada na 1 000 mieszkańców (Tabela 1).

Tabela 1. Liczba przedsiębiorstw i ich pracowników na terenie Polski i województwa lubelskiego w 2018 r.

Liczba pracujących:		Liczba przedsiębiorstw		Liczba pracujących	
		ogółem	na 1000 lud.	ogółem	na 1000 lud.
ogółem	Polska	2 150 288	56,0	9 999 944	260,3
	Lubelskie	89 950	42,4	358 566	169,3
	Udział	4,18%	75,71%	3,59%	65,04%
do 9 osób	Polska	2 078 742	54,1	4 075 325	106,1
	Lubelskie	87 165	41,1	170 202	80,4
	Udział	4,19%	75,97%	4,18%	75,78%
10–49	Polska	52 662	1,4	1 116 514	29,1
	Lubelskie	2 161	1,0	45 148	21,3
	Udział	4,10%	71,43%	4,04%	73,20%

Źródło: Bank Danych Lokalnych *Urząd Statystyczny* <https://bdl.stat.gov.pl/BDL>.

W *Raporcie o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, przygotowano ranking przedsiębiorczości województw na podstawie syntetycznego wskaźnika uwzględniając m.in. liczbę przedsiębiorstw na 1000 mieszkańców, liczbę pracujących i przychody przypadające na podmiot, oraz udział kosztów w przychodach. Według tej oceny najgorzej wypadły województwa: lubelskie i warmińsko-mazurskie [*Raport 2018*, s.35-38].

W celu określenia polityki przedsiębiorstw w zakresie ewidencji i rachunku kosztów przedsiębiorstw z sektora MMP i ich subiektywnej oceny swojej sytuacji, przeprowadzono badania empiryczne, których wyniki przedstawia niniejsze opracowanie.

Badania zostały przeprowadzone w województwie lubelskim w trzech edycjach, w okresie od września 2010 do czerwca 2016 przy wykorzystaniu metody ankietowej. Łącznie we wszystkich edycjach prowadzonych badań przekazano 711 kwestionariuszy ankiet dla mikro i małych przedsiębiorców. W każdym z analizowanych okresów badaniu poddano inną losowo wybraną grupę przedsiębiorstw.

Rodzaj prowadzonej ewidencji księgowej w przedsiębiorstwach małych, średnich i dużych, to głównie podatkowa księga przychodów i rozchodów oraz księgi rachunkowe. Analiza form ewidencji prowadzonej przez przedsiębiorstwa w Polsce wskazuje, że w 2018r. w porównaniu do 2012r. spadła liczba podmiotów korzystających z *Karty podatkowej* z 4,7% w 2012r. do 4,1% w 2018r., z *Ewidencji przychodów* z 18,8% do 18,6%, z *Podatkowej księgi przychodów i rozchodów* z 66,6% do 66,4%. Wzrost wystąpił natomiast w przypadku wykorzystania *Ksiąg rachunkowych* z 9,9% do 10,9% [*Działalność 2019*, s. 14], [*Działalność 2013*, s. 49].

Największą różnorodność w rodzaju prowadzonej ewidencji księgowej zaobserwowano w mikro przedsiębiorstwach. W 2018r. w porównaniu do 2012r. mikroprzedsiębiorstwa częściej zgłaszały prowadzenie ksiąg rachunkowych lub podatkowej księgi przychodów i rozchodów, niż uproszczonej księgowości (tj. ewidencji przychodów i karty podatkowej). Mikroprzedsiębiorstwa prowadzące księgi rachunkowe lub podatkową księgę przychodów i rozchodów stanowiły w 2012r. 73,0% ogółu, a w 2018r. wskaźnik ten wzrósł do 77,3%. W 2012r. wśród wszystkich jednostek blisko 26% firm prowadziło uproszczoną księgowość, a w 2018r. taki rodzaj księgowości miało 21,9% jednostek [*Działalność 2019*, s. 14], [*Działalność 2013*, s. 49].

Dokonując analizy ogólnych informacji dotyczących systemów rachunkowości stosowanych przez ankietowane podmioty w województwie lubelskim, okazało się że najliczniejszą grupę podmiotów stanowią te, które prowadzą uproszczone formy rachunkowości, w tym jednostki, które prowadzą podatkową księgę przychodów i rozchodów. Pośród wszystkich ankietowanych przedsiębiorstw było ich 456 (co stanowiło 64,1% całej próby badawczej) (Tabela 2).

Tabela 2. Liczba ankietowanych podmiotów i informacje dotyczące systemów rachunkowości

Wyszczególnienie	I edycja	II edycja	III edycja	Średnia
	2010 – 2011	2012 – 2013	2014 – 2016	
Jednostki gospodarcze objęte badaniem:	240 szt.	254 szt.	217 szt.	711szt
Podatkowa księga przychodów i rozchodów	58,8%	63,0%	71,4%	64,1%
Księgi rachunkowe	31,3%	30,7%	21,7%	28,1%
Ryczałt od przychodów ewidencjonowanych	7,5%	2,8%	5,5%	5,2%
Karta podatkowa	2,5%	3,5%	1,4%	2,5%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań ankietowych przeprowadzonych w MMP województwa lubelskiego w latach 2010 – 2016.

W dalszej kolejności popularną formą rozliczania się ankietowanych przedsiębiorstw z Urzędem Skarbowym były księgi rachunkowe – wśród wszystkich ankietowanych przedsiębiorstw tę formę wskazało 200 (co stanowiło 28,1% całej próby badawczej). Natomiast karta podatkowa była najrzadziej wskazywaną formą rozliczenia z Urzędem Skarbowym.

Respondenci w III edycji prowadzonych badań odpowiedzieli także na pytanie, o wykorzystanie w swojej działalności obsługi biura księgowego. W wyniku analiz otrzymanych odpowiedzi okazało się że 65,4% (142 przedsiębiorstwa) wszystkich ankietowanych podmiotów w III edycji, korzysta z tego rodzaju usług.

Mikro i małe przedsiębiorstwa nie mają obowiązku prowadzenia ksiąg rachunkowych. Trudno jest od tych podmiotów uzyskać dokładne informacje finansowe. W związku z tym ankietowana obejmowała tylko subiektywne informacje pozyskane od właścicieli lub osób zarządzających przedsiębiorstwem, a dane finansowe zostały pozyskane z Banku Danych Regionalnych Urzędu Statystycznego.

Ewidencja przychodów i kosztów w mikro i małych przedsiębiorstwach w województwie lubelskim

W 2018r. w porównaniu do poprzednich okresów wszystkie grupy przedsiębiorstw, zwiększyły swoje przychody. W 2018r. w porównaniu do 2017r. przychody podmiotów ogółem wzrosły o 8,4%, co w porównaniu do 2012r. daje 31,7%, a w województwie lubelskim ten wzrost wyniósł odpowiednio 3,9%, oraz 15,6%. W 2017r. w porównaniu do 2012r. przychody podmiotów ogółem wzrosły o 21,5%, ale w województwie lubelskim ten wzrost wyniósł tylko 11,2%.

Szczegółowe informacje o wysokości przychodów w latach 2012-2017 zaprezentowano w Tabeli 3, a w 2018r. w Tabeli 5.

Tabela 3. Wartość przychodów w mikro i małych przedsiębiorstwach w mln zł²

Liczba pracujących:		2012	2013	2014	2015	2016	2017
ogółem	P	3 763 883	3 793 079	3 907 889	4 076 488	4 227 390	4 572 742
	L	105 551	106 531	107 577	107 478	111 875	117 382
do 9 osób	P	762 443	779 717	807 630	895 524	948 146	1 044 396
	%	20,3%	20,6%	20,7%	22,0%	22,4%	22,8%
	L	28 906	29 815	33 355	33 605	36 627	37 314
	%	27,39%	27,99%	31,01%	31,27%	32,74%	31,79%
10-49	P	554 616	562 461	579 606	577 808	574 529	597 914
	%	14,74%	14,83%	14,83%	14,17%	13,59%	13,08%
	L	19 520	19 497	20 478	19 805	18 962	19 732
	%	18,49%	18,30%	19,04%	18,43%	16,95%	16,81%

Źródło: Bank Danych Lokalnych Urząd Statystyczny <https://bdl.stat.gov.pl/BDL>.

Najwyższą dynamikę przychodów obserwuje się w mikroprzedsiębiorstwach gdzie w 2018r. w porównaniu do 2017r. przychody mikro podmiotów wzrosły o 12,6%, a w porównaniu do 2012 r. o 54,3%. Natomiast wśród przedsiębiorstw małych tylko o 4%, a w porównaniu do 2012r. o 12,1%. Gorsza sytuacja prezentuje się w województwie lubelskim, gdzie odpowiednio dla mikro- przedsiębiorstw, wzrost ten wynosił w 2018r. 2,4% w porównaniu do 201 r. a 32,3% w porównaniu do 2012r., a wśród przedsiębiorstw małych tylko 0,5% w porównaniu do 2017r., a w porównaniu do 2012r. 1,6%.

Konsekwentnie w analizowanym okresie można zaobserwować wzrost udziału przychodów mikroprzedsiębiorstw w przychodach przedsiębiorstw ogółem z 20,3% w 2012 r. do 23,7% w 2018r. (w województwie lubelskim z odpowiednio 27,4% do 31,3%). Natomiast w małych przedsiębiorstwach udział ten maleje w Polsce z 14,8% do 12,6% natomiast w województwie lubelskim z prawie 19% do 16,3%.

Wysokość ponoszonych kosztów charakteryzuje się przeważnie niższą dynamiką niż dynamika przychodów, co jest zjawiskiem korzystnym i wpływa na wzrost efektywności prowadzonej działalności. W 2018r. w porównaniu do 2017r. koszty podmiotów ogółem wzrosły o 8,2%, co w porównaniu do 2012r. daje 29,7 %, a w województwie lubelskim ten wzrost wyniósł odpowiednio 4,4%, oraz 14,1%. W mikroprzedsiębiorstwach wzrost wynosił odpowiednio – 9,7% (47,5%) oraz

2 Gdzie: P – Polska, L – województwo lubelskie

0,6% (28,9%) w województwie lubelskim, a w przedsiębiorstwach małych 3,8% (11,1%), oraz w województwie lubelskim tylko 0,3 %. W 2017r. w porównaniu do 2012r. koszty podmiotów ogółem wzrosły o 19,9%, ale w województwie lubelskim ten wzrost wyniósł tylko 9,3% W mikroprzedsiębiorstwach wzrost wynosił odpowiednio – 34,4% oraz 28,2%, a w przedsiębiorstwach małych 7%, natomiast w województwie lubelskim pozostały one prawie na tym samym poziomie. Podobnie jak w przypadku przychodów udział kosztów mikrofirm w strukturze kosztów rośnie, a małych przedsiębiorstw spada.

Szczegółowe informacje o wysokościach kosztów poniesionych przez przedsiębiorstwa w latach 2012 -2017 i w 2018 przedstawia Tabela 4 i Tabela 5.

Tabela 4. Wartość kosztów w mikro i małych przedsiębiorstwach w mln zł

Liczba pracujących:		2012	2013	2014	2015	2016	2017
ogółem	P	3 542 163	3 549 701	3 652 733	3 817 914	3 948 207	4 246 797
	L	97 954	99 201	99 171	99 061	103 223	107 085
do 9 osób	P	674 543	680 701	704 641	775 542	827 482	906 831
	%	19,04%	19,18%	19,29%	20,31%	20,96%	21,35%
	L	25 251	26 829	29 527	29 749	32 321	32 365
	%	25,78%	27,05%	29,77%	30,03%	31,31%	30,22%
10–49	P	523 267	531 209	542 542	537 675	542 796	559 969
	%	14,77%	14,96%	14,85%	14,08%	13,75%	13,19%
	L	18 586	18 412	19 261	18 677	18 008	18 575
	%	18,97%	18,56%	19,42%	18,85%	17,45%	17,35%

Źródło: Bank Danych Lokalnych Urząd Statystyczny <https://bdl.stat.gov.pl/BDL>.

Tabela 5. Wartość przychodów i kosztów w mikro i małych przedsiębiorstwach w 2018 w mln zł

Liczba pracujących:		Przychody		Koszty	
		ogółem	na 1 podmiot	ogółem	na 1 podmiot
ogółem	P	4 955 737	2,3	4 593 590	2,1
	L	121 976	1,4	111 756	1,2
do 9 osób	P	1 176 320	0,6	995 203	0,5
	%	23,73%		21,66%	
	L	38 212	0,4	32 562	0,4
	%	31,33%		29,14%	

Liczba pracujących:		Przychody		Koszty	
		ogółem	na 1 podmiot	ogółem	na 1 podmiot
10-49	P	621 844	11,8	581 286	11,0
	%	12,55%		12,65%	
	L	19 825	9,2	18 640	8,6
	%	16,25%		16,68%	

Źródło: Bank Danych Lokalnych Urząd Statystyczny <https://bdl.stat.gov.pl/BDL>.

Analiza przychodów i kosztów przypadających na 1 przedsiębiorstwo w województwie lubelskim w 2018 r., wyraźnie też pokazuje, że zarówno mikro jak i małe przedsiębiorstwa osiągają niższe przychody i koszty, stanowiąc ok. 75% średniej krajowej.

Dokonyując analizy ogólnych informacji dotyczących ewidencji kosztów (wśród podmiotów, które prowadziły pełną księgowość) okazało się, że 14,7% ankietowanych przedsiębiorstw prowadzi ewidencję kosztów również w układzie kalkulacyjnym, a pozostałe wyłącznie w układzie rodzajowym.

W tabeli 6 i 7 zawarto charakterystykę kosztów rodzajowych ankietowanych przedsiębiorstw.

Tabela 6. *Struktura kosztów rodzajowych ankietowanych przedsiębiorstw*

Przedział	Amortyzacja	Zużycie materiałów i energii	Usługi obce	Podatki i opłaty	Wynagrodzenia	Świadczenia społeczne	Pozostałe koszty rodzajowe
0-20%	86,0%	46,8%	83,8%	69,5%	58,6%	96,4%	91,6%
21%-40%	11,3%	33,8%	13,2%	24,3%	34,3%	3,6%	3,9%
41%-60%	0,5%	12,4%	2,4%	4,3%	6,1%	0,0%	1,1%
61%-80%	0,0%	4,5%	0,6%	0,0%	0,5%	0,0%	0,6%
81%-100%	2,2%	2,5%	0,0%	1,9%	0,5%	0,0%	2,8%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań ankietowych przeprowadzonych w MMP województwa lubelskiego w latach 2014 – 2016.

Najwyższy udział (powyżej 80 %) w kosztach rodzajowych stanowi zużycie materiałów i energii – wszystkie przedsiębiorstwa 2,5%. Wysoki udział tej grupy kosztów świadczy o wysokiej materiałowej i energochłonności prowadzonych działalności. W granicach do 20% najliczniejszą grupę kosztów stanowiły kolejno wynagrodzenia i świadczenia społeczne amortyzacja, usługi obce, a w dalszej kolejności podatki i opłaty.

Tabela 7. *Struktura kosztów rodzajowych ankietowanych przedsiębiorstw – wartości średnie*

Wyszczególnienie	Badane przedsiębiorstwa
Amortyzacja	14,39%
Zużycie materiałów i energii	27,75%
Usługi obce	12,36%
Podatki i opłaty	21,39%
Wynagrodzenia	23,44%
Świadczenia społeczne	9,51%
Pozostałe koszty rodzajowe	13,32%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań ankietowych przeprowadzonych w MMP województwa lubelskiego w latach 2014 – 2016.

Respondenci zostali poproszeni o szacunkowe określenie struktury kosztów w zależności od rozmiarów prowadzonej działalności. Najwyższy udział (powyżej 80 %) w kosztach całkowitych stanowił koszty stałe dla 23,8% podmiotów, a do 20% tylko dla 6,6% (tabela 8).

Tabela 8. *Deklarowana przez respondentów struktura kosztów gdy w przedsiębiorstwie stosowany jest rachunek kosztów zmiennych*

Przedział	Koszty stałe	Koszty zmienne
0-20%	6,6%	20,1%
21%-40%	17,2%	29,5%
41%-60%	25,8%	22,1%
61%-80%	26,5%	12,8%
81%-100%	23,8%	15,4%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań ankietowych przeprowadzonych w MMP województwa lubelskiego w latach 2014 – 2016.

W pytaniu o stosowanie informacji o wysokości kosztów i ich strukturze (z zastosowaniem rachunku efektywności i kalkulacją kosztów) w podejmowaniu decyzji 57,2% firm podało, że ją stosuje. Jeżeli chodzi o częstotliwość wykorzystania takich informacji 42,9% podmiotów stosuje ją raz w miesiącu, 18,8% raz na kwartał, a raz w roku lub rzadziej 25,0%. Informacje o koszcie wytworzenia usług bądź produktów są wykorzystywane w procesach podejmowania decyzji w zarządzaniu w przypadku 48,6% podmiotów. Wydaje się jednak, że deklaracje te są zbyt optymistyczne a przetwarzane informacje zarządcze raczej uproszczone.

Tabela 9. Cel prowadzenia ewidencji i kalkulacji kosztów w ankietyowanych przedsiębiorstwach

Wyszczególnienie	Struktura
Wyłącznie dla celów rachunkowości finansowej	55,3%
Dla celów rachunkowości finansowej i zarządczej	44,7%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań ankietowych przeprowadzonych w MMP województwa lubelskiego w latach 2014 – 2016.

W ankiecie respondenci podali informacje również o tym, czy w ich podmiocie poddaje się analizie niewykorzystaną zdolność produkcyjną i koszty ponoszone w związku z utrzymaniem rezerw. 88,3% podmiotów podało, że taka szacunkowa analiza jest prowadzona, ale tylko 4,0% podmiotów analizę tą przeprowadza bardzo szczegółowo.

Na pytanie o wykorzystywane w procesie podejmowania decyzji oprogramowania, 89,3% firm korzysta tylko z arkusza kalkulacyjnego, a tylko 8,0% podmiotów z wyspecjalizowanego oprogramowania w tym: funkcji wbudowanych w system transakcyjny np. w module CO-PA w systemie SAP, dedykowanego narzędzia informatycznego np. SAS ABM i systemu typu BI.

Z przeprowadzonych ankiet wynika, że ponad 45% wszystkich przebadanych jednostek odnotowało przyrost wyniku finansowego. Zmiana ta jest efektem przyrostu przychodów średnio w prawie 49% przypadków oraz w 7% przypadków odnotowano spadek poziomu kosztów.

Tabela 10. Ocena zmian sytuacji finansowej przedsiębiorstw z sektora MMP województwa lubelskiego – zyski, przychody, koszty

	Zyski	Przychody	Koszty
Spadek	16,8%	16,8%	7,5%
Stały poziom	38,2%	38,2%	48,0%
Wzrost	45,1%	45,1%	44,5%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań ankietowych przeprowadzonych w MMP województwa lubelskiego w latach 2014 – 2016.

Średnio w około 33% przebadanych firm wskazano, że nie wystąpiły większe zmiany w wartości osiągniętych wyników finansowych, a pośród prawie 20% przebadanych jednostek odnotowano spadek zysków (Tabela 10).

Jak wynika z przeprowadzonych badań, prawie 43% podmiotów odnotowało przyrost liczby klientów, w 27% firm przyrost zatrudnienia oraz w ponad 32% odnotowało wzrost nakładów inwestycyjnych. Ocena kondycji finansowej przez respondentów jest bardzo optymistyczna. Analizując funkcjonowanie mikroprzedsiębiorstw, respondentom zadano pytanie o kierunki planów rozwojowych. Średnio ponad 35% badanych przedsiębiorstw planuje swój rozwój poprzez wprowadzenie nowych produktów (usług),.

Analiza wskaźnika poziomu kosztów (Tabela 11) wskazuje, że na terenie Polski, jak i w województwie lubelskim w 2018r. w porównaniu do 2012r. nastąpiło obniżenie wartości tego wskaźnika zarówno dla podmiotów ogółem jak i dla mikro przedsiębiorstw, a wzrost wskaźnika wystąpił dla przedsiębiorstw małych.

Tabela 11. Wskaźniki poziomu kosztów w %

Liczba pracujących		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ogółem	P	94,1	93,6	93,5	93,7	93,4	92,9	92,7
	L	92,8	93,1	92,2	92,2	92,3	91,2	91,6
do 9 osób	P	88,5	87,3	87,2	86,6	87,3	86,8	84,6
	L	87,4	90,0	88,5	88,5	88,2	86,7	85,2
10–49	P	90,9	90,3	89,9	93,1	94,5	93,7	93,5
	L	90,5	91,7	90,6	94,3	95,0	94,1	94,0

Źródło: Bank Danych Lokalnych Urząd Statystyczny <https://bdl.stat.gov.pl/BDL>.

Natomiast w samym województwie lubelskim można w 2018r. zaobserwować wyższą o ok. 1% wartość wskaźnika poziomu kosztów dla wszystkich analizowanych grup przedsiębiorstw.

Badania mikrofirm pokazują ponadto że są najbardziej produktywną grupą przedsiębiorstw (relacja przychodów, wartości dodanej i produkcji do liczby osób pracujących) oraz najbardziej efektywne kosztowo (relacja kosztów do przychodów) i najbardziej rentowne. Wysoka efektywność kosztowa powoduje także to, że jest to grupa przedsiębiorstw charakteryzująca się najniższą płynnością finansową.

Niestety, większość firm koncentruje się wyłącznie na rynku krajowym – rzadko eksportują/importują i osiągają niski udział tych wielkości w swoich przychodach/kosztach. Charakteryzuje je także najniższa przeżywalność – pierwszy rok przeżywa 70% z nich, ich sytuacja w kolejnych latach działalności jest trudniejsza niż pozostałych podmiotów.

Wnioski

Analiza dynamiki przychodów i kosztów wykazuje, że mikro przedsiębiorstwa w latach 2012- 2018 bardzo się rozwinęły, ich efektywność uległa poprawie, a wskaźnik poziomu kosztów i tak niższy niż w przypadku innych grup przedsiębiorstw jeszcze się obniżył. Zupełnie inna sytuacja ma miejsce w przypadku podmiotów małych, gdzie dynamika przychodów i kosztów w analizowanym okresie jest znacznie niższa, a wskaźniki poziomu kosztów rosną. Zarówno dla mikro

i małych przedsiębiorstw w województwie lubelskim, ich sytuacja jest gorsza niż średnia krajowa. Tempo wzrostu przychodów i kosztów jest znacznie niższe, niż na poziomie kraju, podobnie jak wysokość przychodów i kosztów przypadających na jeden podmiot.

Literatura przedmiotu wskazuje, że zarządzanie kosztami, rozumiane jako celowe działanie menedżerów ukierunkowane na kształtowanie poziomu i struktury kosztów przedsiębiorstwa, jest konieczne do poprawy efektywności wykorzystania zasobów. Skuteczność tych działań wymaga od zarządzających pozyskania i przetwarzania odpowiednich informacji dotyczących ponoszonych przez jednostkę gospodarczą kosztów i osiągniętych dzięki temu efektów.

Przeprowadzone badania ankietowe wykazują jednak, że mikro i małe przedsiębiorstwa, w przede wszystkim te, które korzystają ze zryczałtowanych form opodatkowania dochodu, z uwagi na zbyt ubogie źródła informacji nie wykorzystują w pełni dostępnych narzędzi zarządzania. W tych przypadkach zastosowanie standardowych metod wymaga uzupełnienia danych źródłowych dodatkowe, ale niesformalizowane ewidencje wybranych składników majątkowych przedsiębiorstwa oraz dostosowania procedur i mierników oceny do specyfiki małej firmy.

Informacje o ponoszonych kosztach w zarządzaniu przedsiębiorstwem mają kluczowe znaczenie w procesach podejmowania decyzji. Na niewystarczający ich poziom często skarżą się właściciele mikro i małych przedsiębiorstw, w których prowadzi się uproszczone formy ewidencji publiczno-prawnej. Ewidencja ta nastawiona jest na realizację celu fiskalnego, a więc prawidłowego ustalenia dochodu do opodatkowania. Nie są one najczęściej przydatnie i całkowicie pomijane przy podejmowaniu decyzji zarządczych.

Z przeprowadzonej analizy mikro i małych firm wynika, że rzadko w swojej działalności dokumentację finansową i ewidencję kosztów wykorzystują w procesach podejmowania decyzji i brakuje w tych podmiotach dopasowania do potrzeb jednostki, polityki rachunkowości i struktury kont księgowych. Wśród badanych podmiotów niezwykle rzadkie są przypadki podjęcie przez przedsiębiorstwo dobrowolnego prowadzenia ksiąg rachunkowych bądź wdrożenie pozaksięgowej formy ewidencji w celach decyzyjnych.

Przeprowadzona analiza wskazuje na niewielkie zastosowanie nowoczesnej wiedzy (metod i narzędzi) z rachunku kosztów i rachunkowości zarządczej w procesach podejmowania decyzji w mikro i małych przedsiębiorstwach. Aktualnie rozwijająca się sytuacja kryzysowa dotycząca wszystkich podmiotów, wpłynie również zarówno na firmy mikro i małe, a ich rozwój zostanie przyhamowany.

Literatura

- Bank Danych Lokalnych*, Urząd Statystyczny, Dostępny w World Wide Web: <https://bdl.stat.gov.pl/BDL>.
- Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2012 roku*. Warszawa, GUS, 2013, Dostępny w World Wide Web: <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/podmioty-gospodarcze...>
- Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2018 roku*. Warszawa, GUS, 2019, Dostępny w World Wide Web: <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/podmioty-gospodarcze...>
- Kamela-Sowińska A., *Kreatywna księgowość, czyli „Jak wpadł Enron”*. [w:] Prace Naukowe Wyższej Szkoły Handlu i Rachunkowości w Poznaniu pod red P. Banaszyk, J. Czerny, Poznań, 2005.
- Kołodziejczuk B., *Zarządzanie kosztami w poprawie efektywności wykorzystania zasobów przedsiębiorstwa*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 335, Wrocław, 2014.
- Nowak E., *Analiza sprawozdań finansowych*. Warszawa, wyd. PWE, 2005.
- Nowak E., *Rachunek kosztów a zarządzanie kosztami. Rozważania o relacjach*, Katowice, Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach Nr 245 2015.
- Sowier-Kasprzyk I., Chrzan E., Pietrasieński P., Surowiec A., *Management of the Territorial Unit in the Aspect of Sustainable Development and Social Economy*, Zeszyty Naukowe Politechniki Częstochowskiej nr 27, t. 1, Częstochowa, 2017.
- Świdarska G.K., Warowny P., Świdarska M., *Obiekt kosztów w rachunkowości*, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości, t. 87(143). 2016.
- Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, Warszawa, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, 2018.

Analiza efektywności funduszy inwestycyjnych obligacji w latach 2014-2018

Streszczenie

Fundusze inwestycyjne w Polsce w chwili obecnej odgrywają istotną rolę na rynku finansowym w Polsce. Stanowią one popularną formę lokowania wolnych środków finansowych, również na międzynarodowych rynkach finansowych, w państwach rozwiniętych gospodarczo. Przez wiele lat niedocenione w Polsce, z czasem zyskały większe uznanie i znaczenie na polskim rynku finansowym. Celem głównym prowadzonych rozważań jest analiza efektywności inwestowania funduszy obligacji w latach 2014-2018.

Słowa kluczowe: fundusze inwestycyjne, efektywność, obligacje.

Wstęp

Rozwój rynku finansowego, w tym funduszy inwestycyjnych, wpływa na rozbudowę oferty podmiotową i przedmiotową, zapewniając szersze możliwości inwestowania, ale jednocześnie stwarzając większe trudności w procesie oceny i wyboru efektywnego funduszu inwestycyjnego. Efektywność w ogólnym rozumieniu oznacza rezultat podjętych działań, który w ekonomii wyraża się w postaci relacji efektów do poniesionych nakładów. Powyższa relacja pozwala ocenić, czy podjęte inwestycje były efektywne, czyli czy osiągnięte wyniki finansowe były współmierne do poniesionych nakładów [Kowalski, 2008, s. 4]. W odniesieniu do rynku funduszy inwestycyjnych efektywność należy rozumieć jako umiejętność i skuteczność zarządzania funduszem, która ma prowadzić do osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu ważonych ryzykiem inwestycyjnym. Fundusz o wysokiej efektywności to fundusz, którego menedżer trafnie przewiduje zmiany w koniunkturze rynkowej, umiejętnie dobiera instrumenty finansowe do funduszu oraz konsekwentnie realizuje założenia dotyczące poziomu ryzyka inwestycyjnego oraz postanowień statutu danego funduszu [Perez, 2012, s. 10].

¹ Dr, Państwowa Szkoła Techniczno-Ekonomiczna w Jarosławiu, Instytut Ekonomii i Zarządzania, Zakład Rachunkowości i Finansów.

² Mgr, Politechnika Lubelska, Wydział Zarządzania, Katedra Finansów i Rachunkowości.

Z uwagi na podlegającą ciągłej rozbudowie ofertę funduszy oraz czynniki determinujące ich działanie, analiza efektywności zarządzania aktywami przez poszczególne fundusze inwestycyjne, a w konsekwencji efektywności inwestowania środków pieniężnych w jednostki uczestnictwa tychże funduszy, jest procesem złożonym. Główne czynniki mogące wpływać na ocenę efektywności funduszy to sytuacja na rynku finansowym oraz czynniki bezpośrednio związane z funduszem, takie jak charakter polityki inwestycyjnej, wartość zarządzanych aktywów oraz wyniki uzyskiwane w przeszłości [Jurek-Wasilewska, 2014].

Celem głównym prowadzonych rozważań jest analiza efektywności inwestowania funduszy obligacji w latach 2014-2018 z wykorzystaniem wszystkich miar efektywności. W uzasadnieniu wyboru tematu należy wskazać na ważną kwestię jaką jest problematyka związaną z podejmowaniem decyzji w warunkach ryzyka i zachowań inwestorów na rynku kapitałowym. Kolejną ważną przesłankę jest użyteczność podjętego tematu zarówno z punktu widzenia indywidualnych inwestorów, jak i zarządzających funduszami.

1. Miary efektywności inwestowania funduszy inwestycyjnych

Efektywność funduszy inwestycyjnych jest mierzona często jedynie średnią stopą zwrotu przez okres posiadania danej inwestycji. Należy pamiętać, że pomiar wyników funduszy uwzględniający wyłącznie osiąganą stopę zwrotu jest analizą niepełną. Wysokie stopy zwrotu, które prezentują fundusze są bardzo atrakcyjne dla nowych klientów, jednak uzyskiwane wyniki historyczne nie zapewnią osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Oceniając wyniki funduszu, należy zwrócić uwagę wiele czynników, w tym skalę i tempo wzrostu funduszu, sposób prowadzenia polityki inwestycyjnej oraz moment i zasady wyceny aktywów, a także inflację [Jamróz, 2011, s. 221].

Zastosowanie miar dostosowanych do ryzyka powoduje, że porównanie efektywności zarządzania portfelami funduszy inwestycyjnych jest możliwe. W literaturze można odnaleźć kilka sposobów pomiaru stopy zwrotu w relacji do ponoszonego ryzyka, a najbardziej znane i popularne miary selektywności to: wskaźnik Treynora, wskaźnik Jensena i wskaźnik Sharpe'a. Cechą wspólną tych metod jest sposób obliczania tych wskaźników będących ilorazem miary stopy zwrotu oraz miary ryzyka. Wymienione wskaźniki wywodzą się z modelu CAPM - wyceny dóbr kapitałowych, zgodnie z którym wymagana stopa zwrotu z inwestycji zależy od stopy zwrotu możliwej do osiągnięcia z instrumentów wolnych od ryzyka, takich jak obligacje skarbowe, oraz premii z tytułu ryzyka inwestycyjnego [Mikulec, 2004, s. 82-83].

Wskaźnik Treynora jest miarą stóp zwrotu w relacji do ponoszonego ryzyka systematycznego (rynkowego, niedywersyfikowalnego) przy założeniu, że rynek jest w równowadze i oczekiwania inwestorów realizują się na poziomie średniej, a jego formuła jest następująca [Tarczyński, 1997, s. 155]:

$$T_p = \frac{R_p - R_{RF}}{\beta_p}$$

gdzie:

R_p – średnia stopa zwrotu z portfela funduszu w analizowanym okresie;

R_{RF} – średnia stopa zwrotu wolna od ryzyka w analizowanym okresie;

β_p – współczynnik beta, miara wrażliwości na stopę zwrotu z portfela rynkowego.

Wskaźnik Sharpe'a stanowi relację premii za podjęte ryzyko do odchylenia standardowego stopy zwrotu funduszu inwestycyjnego³. Wskaźnik Sharp'a oblicza się ze wzoru [Reilly, Brown, 2001, s. 670].

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{S_p}$$

gdzie:

S_p – wskaźnik Sharpe'a

R_p – stopa zwrotu funduszu inwestycyjnego

R_f – średnia stopa zwrotu z instrumentów wolnych od ryzyka w tym samym czasie,

S_p – odchylenie standardowe stopy zwrotu funduszu inwestycyjnego w danym czasie.

Im wyższa inwestycja, tym wyższą wartość przyjmuje Wskaźnik Sharpe'a, który ocenia rentowność portfela na podstawie stopy zwrotu, jak również dywersyfikacji. W przypadku zróżnicowanego portfela, stosując wskaźnik Treynora i Sharpe'a, można otrzymać podobne rankingi. W przeciwnym przypadku, słabo zdywersyfikowany portfel mógłby mieć wysoką ocenę według wskaźnika Treynora, a dużo niższą w przypadku wskaźnika Sharpe'a. Wskaźniki te dostarczają różnych, ale komplementarnych informacji, dlatego rekomendowane jest stosowanie ich jednocześnie [Reilly, Brown, 2001, s. 671-672].

Udoskonaleniem wskaźnika Sharpe'a jest alfa Sharpe'a. Wskaźnik ten uwzględnia oczekiwania inwestorów stwarzane przez aktualne warunki rynkowe, zastępowane poziomem szerokiego indeksu rynkowego. Alfę Sharpe'a j-tego funduszu (AS) wyraża następująca formuła [Czekaj, Woś, **Zamowski**, 2001, s. 136].

³ Premia za ryzyko stanowi różnicę między stopą zwrotu funduszu inwestycyjnego, a stopą zwrotu z instrumentów wolnych od ryzyka

$$AS = (R_p - R_f) - (R_m - R_f)$$

gdzie:

AS – Alfa Sharpe'a,

R_p – stopa zwrotu funduszu inwestycyjnego,

R – stopa zwrotu z instrumentu wolnego od ryzyka,

R – stopa zwrotu z portfela rynkowego,

S_m – odchylenie standardowe stopy zwrotu z portfela rynku,

S_p – odchylenie standardowe stopy zwrotu funduszu inwestycyjnego

Miara ta jest wrażliwa na ogólną koniunkturę na rynku⁴ (uwzględnia oczekiwania inwestorów wynikające z warunków rynkowych), przez co nadaje się do porównania zwrotów funduszy inwestycyjnych uzyskanych w różnych okresach [Czekaj, Woś, **Żamowski**, 2001, s. 135].

Wskaźnik Jensena, zwany też Alfą Jensena⁵, jest odpowiednikiem wskaźnika zysku różnicowego. Jego konstrukcja bazuje również na portfelu wzorcowym, przy czym miernikiem ryzyka jest w tym przypadku współczynnik beta. Miara ta opiera się na przyjęciu do porównań linii papierów wartościowych. W związku z tym stopa zwrotu zależy od wysokości stopy wolnej od ryzyka, premii za ryzyko (to znaczy wartości, o jaką stopa przewyższa stopę wolną od ryzyka) i współczynnika beta danego funduszu inwestycyjnego [Mayo, 1997, s. 197]. Alfę Jensena oblicza się za pomocą wzoru:

$$J = (R_p - R_f) - (R_m - R_f)\beta_p$$

gdzie:

J – Alfa Jensena,

R_p – stopa zwrotu funduszu inwestycyjnego

R_m – stopa zwrotu z portfela rynkowego (wzorca odniesienia

β_p – współczynnik beta funduszu inwestycyjnego

Alfa Jensena jest miarą względną [Reilly, Brown, 2001, s. 672]. Zastosowanie Alfę Jensena jest szczególnie zalecane dla funduszy inwestycyjnych, których portfele są dobrze zdywersyfikowane. Wynika to z faktu, iż pomiar oczekiwanej stopy zwrotu zależy od współczynnika beta danego funduszu inwestycyjnego (ryzyka systematycznego) [Dzielnicki, Gudaszewski, Hnatiuk, Stefanoff, 2005, s. 12].

Wśród zalet Alfę Jensena jest to, że teoretycznie jest ona niewrażliwa na panującą na rynku tendencję, hossę lub bessę oraz na różnice w poziomie ryzyka

4 Miara ta podobnie jak Alfa Jensena jest miarą zróżnicowaną

5 Bardzo często w literaturze miarę Jensena oznacza się jako alfa (α) stąd też nazwa tej miary alfa Jensena (Jensen's Alpha), patrz H.B. Mayo, Wstęp do inwestowania, op. cit., s. 867. Poza tą nazwą wskaźnik Jensena, patrz M.C. Jensen, The performance of Mutual Funds in the Period 1945-196, Journal of Finance, May 1968, s. 389-416.

inwestycyjnego) [Haugen, 1996, s. 375]. Wadą Alfya Jensena jest to, iż może być ona zastosowana wyłącznie do oceny efektywności funduszy inwestycyjnych, których portfele zawierają akcje, czyli funduszy inwestycyjnych akcyjnych, zrównoważonych oraz stabilnego wzrostu. Wskaźnik ten nie jest stosowany do oceny funduszy obligacji oraz rynku pieniężnego. Gdy stopa zwrotu z funduszu inwestycyjnego jest większa niż oczekiwana stopa zwrotu uwzględniająca ryzyko, wówczas Alfa Jensena przyjmuje wartości dodatnie. Wartości dodatnie oznaczają, o ile wyniki funduszu są większe od oczekiwanych. Natomiast, gdy Alfa Jensena przyjmuje wartości ujemne, wskazują one, iż fundusz inwestycyjny osiągnął wyniki gorsze od oczekiwanych i jest położony poniżej linii SML [Haugen, 1996, s. 374].

Miara Jensena jest użyteczna dla odpowiednio zdywersyfikowanych portfeli inwestycyjnych, a jej zaletą jest teoretycznie niewrażliwość na stan koniunktury giełdowej [Haugen, 1996, s. 375]. Alfa Jensena jest miarą absolutną, która podzielona przez współczynnik beta może **stanowić kryterium oceny**. W przeciwnym razie nie należy, używając jej, porównywać portfeli z **różnymi poziomami ryzyka** [Witkowska, 2009, s. 39-61].

Stosowanie wskaźników Treynora, Sharpe'a czy Jensena jest ograniczone, ponieważ za pomocą tych miar nie można ocenić, w jakim stopniu umiejętność wyczucia rynku przez zarządzającego funduszem powoduje poprawę zyskowności inwestycji. Wspólnym problemem tych miar jest to, że poziom ryzyka systematycznego jest stały w czasie, niespełnienie tego założenia w przypadku funduszy inwestycyjnych było wnioskiem wpływającym z wielu badań empirycznych autorstwa, pisali o tym m.in. Klemkosky i Maness [1978], Kon i Jen [1978], Fabozzi i Francis [1979], Miller Gresis [1980] czy Bos i Newbold [1984]. Zarządzający funduszem oczekując zmiany koniunktury giełdowej, nie jest obowiązany utrzymywać stałej proporcji aktywów ryzykownych i bezpiecznych, ponieważ w okresie bessy może to prowadzić do dużych strat. W praktyce zarządzający często zmieniają poziom swojego zaangażowania w akcje [Jamróz, 2013, s. 198].

Zastosowanie powyższych miar pozwoli autorkom na analizę efektywności, oraz prześledzenie zdolności menedżerskich osób odpowiedzialnych za zarządzanie aktywami funduszy inwestycyjnych obligacji w latach 2014-2018 oraz uzyskanie odpowiedzi na cel główny stawiany w artykule.

2. Analiza efektywności funduszy obligacji w latach 2014- 2018

Efektywność funduszu inwestycyjnego określa się na podstawie porównania jego wyników do wyników obliczonych dla wzorca odniesienia takiego funduszu (wzorcem może być indeks giełdowy lub specjalnie w tym celu skonstruowany portfel inwestycyjny). Względem wzorca odniesienia zarządzający funduszami dokonują optymalizacji portfeli inwestycyjnych zarządzanych funduszy. Dlatego

też, „portfel wzorcowy jest podstawowym instrumentem służącym badaniu ekonomicznej efektywności zarządzania portfelem aktywów otwartego funduszu inwestycyjnego, (...) portfel wzorcowy stanowi wartość odniesienia. Ponieważ decyzje inwestycyjne w imieniu członków funduszu podejmuje podmiot zarządzający funduszem, badanie efektywności ekonomicznej portfela aktywów funduszu należy utożsamiać z badaniem umiejętności zarządzającego” [Bednarz, 2001].

Przeprowadzone badanie obejmuje analizę rocznych stóp zwrotu dziesięciu wybranych funduszy obligacji dla okresu od 31.12.2014 r. do 31.12.2018 r. Na potrzeby obliczenia efektywności przyjęto 100% średniej rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych aktualnie obowiązujących. Obliczone miary efektywności dla wszystkich funduszy obligacji na rynku polskim w poszczególnych latach zostały przedstawione w tabelach nr 1-5. Pogrubioną czcionką zaznaczono wartości większe od wartości wzorca odniesienia dla danej miary.

Fundusze inwestycyjne bez ich umiejscowienia w rankingu zakwalifikowano w zależności od zastosowanej miary do dwóch grup funduszy:

- efektywnych, (których wyniki oznaczono czcionką pogrubioną),
- nieefektywnych, (pozostałe wyniki)

Do grupy funduszy efektywnych zaliczono te fundusze, których wyniki były większe, jak dla wzorca odniesienia. Klasyfikując fundusze do grupy efektywnych lub nieefektywnych wzięto pod uwagę wszystkie miary.

Na podstawie otrzymanych wyników w tabeli numer 1, można stwierdzić, że w 2014 roku ocenie podlegało 10 funduszy inwestycyjnych obligacji, natomiast do funduszy efektywnych możemy zaliczyć 8 funduszy i są to: Arka BZ WBK FIO Subfundusz Arka Obligacji Europejskich, Arka BZ WBK FIO Otwarty Subfundusz Arka Obligacji Skarbowych, Aviva Investors FIO Subfundusz Aviva Investors Obligacji, ING Parasol FIO Subfundusz Obligacji, Inwestor Parasol FIO Subfundusz Inwestor Obligacji, Inwestor Parasol FIO Subfundusz Inwestor Obligacji, KBC Parasol FIO Subfundusz Papierów Dłużnych, UniiFundusze FIO Subfundusz UniiKorona Obligacji, Legg Mason Parasol FIO Subfundusz obligacji, Novo FIO Obligacji Przedsiębiorstw. Miarami które pozwoliły na zakwalifikowanie do grupy funduszy efektywnych były: stopa zwrotu (Rp), odchylenie standardowe (Sp), dodatkowa stopa zwrotu (ER), współczynnik zmienności (CVp), premia za ryzyko (RP) oraz wskaźnik informacyjny (IR) - współczynnik informacji⁶, (M2) - wskaźnik Modiglianich⁷.

Rok 2015 (tabela numer 2) okazał się gorszy od poprzedniego ponieważ wśród wszystkich funduszy obligacji obliczonych wszystkimi miarami skorygowanymi

⁶ Wskaźnik informacji mierzy wydajność inwestycji w porównaniu do indeksu odniesienia, po skorygowaniu o dodatkowe ryzyko. Definiuje się go jako aktywny zwrot podzielony przez błąd śledzenia,

⁷ Wskaźnik ten swoją budową przypomina wskaźnik Sharpe'a, ale ponieważ jest wyrażony w punktach procentowych, uznano, że jest łatwiejszy w interpretacji

o ryzyko tylko możemy mówić o efektywności jednego funduszu, którym jest fundusz KBC Parasol FIO Subfundusz Papierów Dłużnych. Sytuacja ta może być wynikiem tego, że w 2015 r. aktywa zgromadzone w funduszach akcyjnych istotnie spadły, aktywa funduszy dłużnych obniżyły się o (-) 0,7 mld zł, czyli (-) 1,7% do 41,1 mld zł. Ich udział w rynku spadł natomiast z 20% do nieco ponad 16%. Saldo wpłat i wypłat w 2015 r. wyniosło (-) 1 mld zł, głównie ze względu na odpływ klientów od funduszy high yield, w których poziom ryzyka jest wyższy w porównaniu do pozostałych instrumentów dłużnych. Słaba koniunktura na tym rynku skłoniła klientów do wycofywania zainwestowanych środków. Aktywa produktów, których zarządzający skupiają się na krajowym rynku w 2015 r. wzrosły natomiast o (+) 0,3 mld zł. W tym gronie wyróżniły się przede wszystkim instrumenty korporacyjne - dłużne, w przypadku których wartość zgromadzonych środków zwiększyła się aż o (+) 2,5 mld zł. Wynikało to głównie z wysokiego bilansu sprzedaży. W 2015 r. do tego typu rozwiązań klienci funduszy wpłacili (+) 2,3 mld zł.

Podobna sytuacja miała miejsce w 2016 i 2017 roku (tabela numer 3 i 4), kiedy to tylko dwie miary to jest: stopa zwrotu (Rp) i odchylenie standarowe (Sp), pozwoliło na zaliczenie do efektywnych 3 funduszy inwestycyjnych obligacji. Wynik takiej korelacji możemy zawdzięczać dobrej lecz bardzo zmiennej koniunkturze utrzymującej się na giełdzie w ciągu ostatnich dwóch lat.

Poprawę wyników przyniósł rok 2018 kiedy to na podstawie dużej zgodności poszczególnych miar możemy mówić o efektywności 8 funduszy inwestycyjnych (tabela numer 5). Jediną miarą, która inaczej klasyfikowała fundusze była miara (IR) – współczynnika informacji, według której do funduszy efektywnych można było zaliczyć 9 funduszy.

Zastosowanie powyższych miar pozwoliło autorkom pracy na ocenę efektywności funduszy inwestycyjnych obligacji. Ocena może dać odpowiedź na pytanie, czy menedżerowie tych funduszy umieli właściwie zastosować strategię oraz ocenić konsekwencje wpływające na efektywność zarządzanych funduszy. Na podstawie przeprowadzonej analizy można stwierdzić, że dodatnie nadzwyczajne stopy zwrotu osiągnięte przez zarządzających portfelem inwestycyjnym funduszy są efektem szczęścia, lub przypadkowego splotu sprzyjających okoliczności. Można by sugerować, że nie dysponowali oni wystarczającą wiedzą, informacjami, umiejętnościami bądź narzędziami, które pozwalałyby na skuteczne przewidywanie i reagowanie na zmiany zachodzące na rynku. Z uwagi na dynamikę procesów zmian w gospodarce monitorowanie efektywności funduszy inwestycyjnych będzie wymagać kontynuacji. Autorki dostrzegają możliwość stosowania innych narzędzi badawczych, jak procedury nieparametryczne, sieci neuronowe, a także modele szeregow czasowych klasy ARIMA czy VAR.

Tabela 1. Efektywność funduszy inwestycyjnych obligacji w 2014 roku

Nazwa	Rp	Sp	ER	CVP	RP	Beta	DR	Sp	AS	TP	M2	TE	IR
Arka BZ WBK FIO Subfundusz Arka Obligacji Europejskich	7,00	2,07	-0,15	0,30	0,95	0,7692	60,57	0,46	-26,85	0,01	6,80	7,16	-2,92
Arka BZ WBK FIO Otwarty Subfundusz Arka Obligacji Skarbowych	6,80	1,7	-0,35	0,25	0,75	0,8934	85,66	0,44	-22,08	0,01	6,77	7,40	-2,86
Aviva Investors FIO Subfundusz Aviva Investors Obligacji	6,00	0,95	-1,15	0,16	-0,05	0,8978	54,04	-0,05	-12,81	0,00	5,96	7,41	-2,96
BPH FIO Parasolowy BPH Subfundusz Obligacji 1	4,54	1,4	-2,61	0,31	-1,51	0,7894	91,91	-1,08	-20,31	-0,02	4,29	7,57	-3,09
ING Parasol FIO Subfundusz Obligacji	7,21	0,9	0,06	0,12	1,16	0,8965	89,65	1,29	-10,93	0,01	8,15	7,57	-2,74
Inwestor Parasol FIO Subfundusz Inwestor Obligacji	6,04	1,12	-1,11	0,19	-0,01	0,8895	88,95	-0,01	-15,05	0,00	6,04	7,41	-2,96
KBC Parasol FIO Subfundusz Papierów Dłużnych	9,84	1,58	2,69	0,16	3,79	0,7743	77,43	2,40	-17,43	0,05	9,96	7,10	-2,55
UniiFundusze FIO Subfundusz UniiKorona Obligacji	6,61	0,49	-0,54	0,07	0,56	0,8789	87,89	1,14	-6,02	0,01	9,61	7,31	-2,92
Legg Mason Parasol FIO Subfundusz obligacji	8,52	1,13	1,37	0,13	2,5	0,8879	88,79	2,19	-12,71	0,03	9,61	7,31	-2,66
Novo FIO Obligacji Przedsiębiorstw	5,74	1,59	-1,41	0,28	-0,31	0,6595	65,95	-0,19	-21,66	0,00	5,73	7,49	-2,96
Wzorzec odniesienia	4,47	1,63		0,2280	1,1	1			0,67		1,10		

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych: <http://www.money.pl/> z dnia 25.04.2020 r.

Tabela 2. Efektywność funduszy inwestycyjnych obligacji w 2015 roku

Nazwa	Rp	Sp	ER	CVp	RP	Beta	DR	Sp	AS	Tp	M2	TE	IR
Arka BZ WBK FIO Subfundusz Arka Obligacji Europejskich	-0,08	0,04	-3,32	-0,50	-6,13	0,7692	42,11	-5,79	-6,53	-0,08	-9,57	7,16	-3,91
Arka BZ WBK FIO Otwarty Subfundusz Arka Obligacji Skarbowych	1,04	0,89	-2,2	0,86	-5,01	0,8934	21,99	-5,63	-13,91	-0,06	-6,28	7,40	-3,64
Aviva Investors FIO Subfundusz Aviva Investors Obligacji	1,35	0,89	-1,89	0,66	-4,7	0,8978	54,04	-5,28	-13,60	-0,05	-5,52	7,41	-3,59
BPH FIO Parasolowy BPH Subfundusz Obligacji 1	1,59	1,47	-1,65	0,92	-4,46	0,7894	11,76	-3,03	-19,15	-0,06	-0,59	7,57	-3,48
ING Parasol FIO Subfundusz Obligacji	1,18	0,94	-2,06	0,80	-4,87	0,8965	89,65	-5,18	-14,27	-0,05	-5,30	7,57	-3,54
Investor Parasol FIO Subfundusz Inwestor Obligacji	2,22	0,38	-1,02	0,17	-3,83	0,8895	88,95	-10,08	-7,63	-0,04	-16,02	7,41	-3,47
KBC Parasol FIO Subfundusz Papierów Dłużnych	4,73	2,38	1,49	0,50	-1,32	0,7743	77,43	-0,55	-25,11	-0,02	4,84	7,10	-3,27
UniiFundusze FIO Subfundusz UniiKorona Obligacji	1,56	0,39	-1,68	0,25	-4,49	0,8789	87,89	-11,51	-8,39	-0,05	-9,28	7,31	-3,61
Legg Mason Parasol FIO Subfundusz obligacji	1,85	0,6	-1,39	0,32	-4,2	0,8879	88,79	-7,00	-10,20	-0,05	-9,28	7,31	-3,57
Novo FIO Obligacji Przedsiębiorstw	1,71	1,18	-1,53	0,69	-4,34	0,6595	65,95	-3,68	-16,13	-0,07	-2,00	7,49	-3,50
Wzorzec odniesienia	4,47	2,19		0,6759	-2,8	1		-1,28		-2,81			

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych: <http://www.money.pl/z dnia 25.04.2020 r.>

Tabela 3. Efektywność funduszy inwestycyjnych obligacji w 2016 roku

Nazwa	Rp	Sp	ER	CVp	RP	Beta	DR	Sp	AS	Tp	M2	TE	IR
Arka BZ WBK FIO Subfundusz Arka Obligacji Europejskich	3,30	2,07	-0,15	0,30	0,95	0,7692	60,57	0,46	-26,85	0,01	6,80	7,16	-2,92
Arka BZ WBK FIO Otwarty Subfundusz Arka Obligacji Skarbowych	2,40	1,7	-0,35	0,25	0,75	0,8934	85,66	0,44	-22,08	0,01	6,77	7,40	-2,86
Aviva Investors FIO Subfundusz Aviva Investors Obligacji	2,40	0,95	-1,15	0,16	-0,05	0,8978	54,04	-0,05	-12,81	0,00	5,96	7,41	-2,96
BPH FIO Parasolowy BPH Subfundusz Obligacji 1	3,32	1,4	-2,61	0,31	-1,51	0,7894	91,91	-1,08	-20,31	-0,02	4,29	7,57	-3,09
ING Parasol FIO Subfundusz Obligacji	4,50	0,9	0,06	0,12	1,16	0,8965	89,65	1,29	-10,93	0,01	8,15	7,57	-2,74
Inwestor Parasol FIO Subfundusz Inwestor Obligacji	2,90	1,12	-1,11	0,19	-0,01	0,8895	88,95	-0,01	-15,05	0,00	6,04	7,41	-2,96
KBC Parasol FIO Subfundusz Papierów Dłużnych	5,6	1,58	2,69	0,16	3,79	0,7743	77,43	2,40	-17,43	0,05	9,96	7,10	-2,55
UniiFundusze FIO Subfundusz UniiKorona Obligacji	4,0	0,49	-0,54	0,07	0,56	0,8789	87,89	1,14	-6,02	0,01	9,61	7,31	-2,92
Legg Mason Parasol FIO Subfundusz obligacji	5,30	1,13	1,37	0,13	2,5	0,8879	88,79	2,19	-12,71	0,03	9,61	7,31	-2,66
Novo FIO Obligacji Przedsiębiorstw		1,59	-1,41	0,28	-0,31	0,6595	65,95	-0,19	-21,66	0,00	5,73	7,49	-2,96
Wzorzec odniesienia	4,47	1,63		0,2280	1,1	1			0,67		1,10		

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych: <http://www.money.pl/z dnia 25.04.2020 r.>

Tabela 4. Efektywność funduszy inwestycyjnych obligacji w 2017 roku

Nazwa	Rp	Sp	ER	CVp	RP	Beta	DR	Sp	AS	Tp	M2	TE	IR
Arka BZ WBK FIO Subfundusz Arka Obligacji Europejskich	3,09	0,04	-3,32	-0,50	-6,13	0,7692	42,11	-5,79	-6,53	-0,08	-9,57	7,16	-3,91
Arka BZ WBK FIO Otwarty Subfundusz Arka Obligacji Skarbowych	2,06	0,89	-2,2	0,86	-5,01	0,8934	21,99	-5,63	-13,91	-0,06	-6,28	7,40	-3,64
Aviva Investors FIO Subfundusz Aviva Investors Obligacji	3,06	0,89	-1,89	0,66	-4,7	0,8978	54,04	-5,28	-13,60	-0,05	-5,52	7,41	-3,59
BPH FIO Parasolowy BPH Subfundusz Obligacji 1	4,90	1,47	-1,65	0,92	-4,46	0,7894	11,76	-3,03	-19,15	-0,06	-0,59	7,57	-3,48
ING Parasol FIO Subfundusz Obligacji	3,19	0,94	-2,06	0,80	-4,87	0,8965	89,65	-5,18	-14,27	-0,05	-5,30	7,57	-3,54
Investor Parasol FIO Subfundusz Inwestor Obligacji	2,12	0,38	-1,02	0,17	-3,83	0,8895	88,95	-10,08	-7,63	-0,04	-16,02	7,41	-3,47
KBC Parasol FIO Subfundusz Papierów Dłużnych	5,12	2,38	1,49	0,50	-1,32	0,7743	77,43	-0,55	-25,11	-0,02	4,84	7,10	-3,27
UniiFundusze FIO Subfundusz UniiKorona Obligacji	3,3	0,39	-1,68	0,25	-4,49	0,8789	87,89	-11,51	-8,39	-0,05	-9,28	7,31	-3,61
Legg Mason Parasol FIO Subfundusz obligacji	3,20	0,6	-1,39	0,32	-4,2	0,8879	88,79	-7,00	-10,20	-0,05	-9,28	7,31	-3,57
Novo FIO Obligacji Przedsiębiorstw	6,40	1,18	-1,53	0,69	-4,34	0,6595	65,95	-3,68	-16,13	-0,07	-2,00	7,49	-3,50
Wzorzec odniesienia	4,47	2,19		0,6759	-2,8	1		-1,28		-2,81			

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych: <http://www.money.pl/z dnia 25.04.2020 r.>

Tabela 5. Efektywność funduszy inwestycyjnych obligacji w 2018 roku

Nazwa	Rp	Sp	ER	CVp	RP	Beta	DR	Sp	AS	Tp	M2	TE	IR
Arka BZ WBK FIO Subfundusz Arka Obligacji Europejskich	4,60	1,4	-0,15	0,29	-1,05	0,9028	33,53	-0,75	-60,39	-0,01	5,51	6,66	-3,47
Arka BZ WBK FIO Otwarty Subfundusz Arka Obligacji Skarbowych	2,12	2,81	-0,14	0,58	-1,04	0,6517	12,06	-0,37	-19,14	-0,02	5,71	6,67	-3,46
Aviva Investors FIO Subfundusz Aviva Investors Obligacji	4,24	2,2	-0,43	0,48	-1,33	0,6463	64,63	-0,60	-94,58	-0,02	5,59	6,74	-3,47
BPH FIO Parasolowy BPH Subfundusz Obligacji 1	4,60	3,54	0,16	0,69	-0,74	0,8992	89,92	-0,21	-62,78	-0,01	5,79	6,57	-3,47
ING Parasol FIO Subfundusz Obligacji	5,30	2,06	-0,74	0,48	-1,64	0,8349	83,49	-0,80	-88,95	-0,02	5,49	6,83	-3,47
Investor Parasol FIO Subfundusz Inwestor Obligacji	4,90	2,23	-0,21	0,47	-1,11	1,2872	28,72	-0,50	-95,63	-0,01	5,63	6,68	-3,47
KBC Parasol FIO Subfundusz Papierów Dłużnych	5,09	2,1	-0,20	0,44	-1,1	0,7707	77,07	-0,52	-90,11	-0,01	5,63	6,67	-29,81
UniiFundusze FIO Subfundusz UniiKorona Obligacji	2,80	1,89	-0,48	0,42	-1,38	0,6743	67,43	-0,73	-81,49	-0,02	5,52	6,76	-3,46
Legg Mason Parasol FIO Subfundusz obligacji	4,52	1,72	-0,06	0,35	-0,96	0,9782	97,82	-0,56	-73,86	-0,01	5,61	6,63	-3,62
Novo FIO Obligacji Przedsiębiorstw	6,19	2,2	-1,06	0,56	-1,96	0,8473	20,03	-0,89	-89,70	-0,02	5,44	6,92	-3,47
Wzorzec odniesienia	4,47	0,52		0,10	-0,9	1		-1,73		-0,90			

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych: <http://www.money.pl/> z dnia 25.04.2020 r.

Zakończenie

Podstawowym czynnikiem makroekonomicznym, który stymuluje efektywność funduszy inwestycyjnych jest koniunktura na GPW mierzona indeksami giełdowymi, a w mniejszym zakresie zamożność społeczeństwa, czy struktura oszczędności społeczeństwa. Badane fundusze były analizowane pod względem podstawowych mierników wyników inwestycyjnych, wskaźników efektywności inwestycyjnej i poziomu ryzyka inwestycyjnego. Badania pokazały, że rodzaj funduszy inwestycyjnych determinował wpływ konkretnych indeksów na efektywność zarządzania aktywami. Wynika to naturalnie z odmiennych strategii inwestycyjnych funduszy obligacji, które lokują środki finansowe w różne walory spółek cechujących się różnym poziomem kapitalizacji i należących do różnych branż.

Fundusze inwestycyjne w Polsce w chwili obecnej odgrywają istotną rolę na rynku finansowym w Polsce. Stanowią one popularną formę lokowania wolnych środków finansowych, również na międzynarodowych rynkach finansowych, w państwach rozwiniętych gospodarczo, która przez wiele lat była niedoceniona w Polsce, ale z czasem zyskała sobie coraz większe uznanie i zyskała na znaczeniu na polskim rynku finansowym. Z uwagi na rosnące zainteresowanie funduszami inwestycyjnymi zarówno ze strony inwestorów indywidualnych, jak i instytucjonalnych, rynek ten w przyszłości będzie się rozwijał, skłaniając się ku coraz nowszym typom i rodzajom funduszy inwestycyjnych. Otwarte fundusze inwestycyjne obligacji, jako fundusze przeznaczone dla świadomych i doświadczonych inwestorów, mają przed sobą znaczne perspektywy rozwoju [Krupa, 2008, s. 240].

Literatura

- [1] Brown K.C., Reilly F.K., *Analiza inwestycji zarządzania portfelem* tom 2 SGH, Warszawa 2011.
- [2] Czekaj J., Jajuga K., Socha J., *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce*, AE, Kraków 2000.
- [3] Czekaj J., Woś M., Żarnowski J., *Efektywność giełdowego rynku w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- [4] Dzielnicki A., Gudaszewski W., Hnatiuk M., Stefanoff J., „Rynek Terminowy”, nr 29/2005,.
- [5] F.K. Reilly, K.C. Brown, *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, PWE, Warszawa 2001.
- [6] Haugen R.A., *Teoria nowoczesnego inwestowania. Obszerny podręcznik analizy portfelowej*, WIG-Press, Warszawa 1996.

- [7] Jamróz P., *Parametryczna ocena umiejętności selektywności i wycucia rynku zarządzających ofi akcji* Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia Nr 37/2011.
- [8] Jurek-Wasilewska K., *Efektywność inwestowania w otwartych funduszach inwestycyjnych w Polsce w latach 2001–2010*, „Finanse i prawo finansowe” 1/2014.
- [9] Kowalski J.M. *Statystyczny pomiar efektywności funduszy inwestycyjnych za pomocą ECM(I)*, Śląska Biblioteka Cyfrowa 2008.
- [10] Krupa D., *Zamknięte fundusze inwestycyjne* Wyd. CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa, 2008.
- [11] Mayo H.B, *Wstęp do inwestowania*, Wyd. K.E. Liber, Warszawa 1997.
- [12] Mikulec A, *Zastosowanie wskaźników rentowności portfela inwestycji do oceny działalności funduszy inwestycyjnych akcji cz.1* „Nasz Rynek Kapitałowy” 6/2004.
- [13] Perez K., *Efektywność funduszy inwestycyjnych podejście technicznej fundamentalne*, Difin, Warszawa 2012.
- [14] Reilly F.K, Brown K.C, *Analiza inwestycji*, op.cit, cz. 2 s. 672.
- [15] Rozprawa doktorska, J. Bednarz, *Alternatywne strategie inwestycyjne dla funduszy powierniczych w warunkach polskiego rynku kapitałowego*, pod kierunkiem prof. dr hab. J. Węclawskiego, 2001.
- [16] Salamaga M., *Ocena efektywności wybranych strategii inwestowania cyklicznego na polskim rynku kapitałowym w świetle mierników opartych na modelu CAPM* [w:] *Modelowanie Preferencji a Ryzyko'13*, pod red. T. Trzaskalika, Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach nr 163/2013, seria „Studia Ekonomiczne”.
- [17] Tarczyński W., *Rynki kapitałowe. Metody ilościowe*. Vol. II, Wydawnictwo Placet, Warszawa 1997.
- [18] Witkowska D, *Efektywność wybranych funduszy akcyjnych w latach 2005-2007* „Ekonomia i Organizacja Gospodarki Żywnościowej” nr 74 Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2009.
- [19] www.money.pl.

Ryzyko państwa wynikające z transakcji zawieranych pomiędzy podmiotami powiązаныmi oraz wpływ zjawiska przerzucania dochodów na realizację funkcji fiskalnej

Streszczenie

Cena transferowa jest to cena stosowana we wszelkich transakcjach realizowanych przez podmioty, pomiędzy którymi występują powiązania kapitałowe, rodzinne lub osobowe. Do tej kategorii należy także cena transferu w transakcjach realizowanych z podmiotami mającymi siedzibę, zarząd lub miejsce zamieszkania w kraju lub na terytorium stosującym szkodliwą konkurencję podatkową (tzw. „raju podatkowym”).

Ogólnie za podmioty powiązane uznaje się sytuację, w której występują co najmniej dwa przedsiębiorstwa, spośród których jedno z nich ma bezpośrednio lub pośrednio udział w zarządzaniu, kontroli lub kapitale drugiego lub obu przedsiębiorstw.

Celem artykułu jest analiza problemów dotyczących transakcji pomiędzy podmiotami powiązаныmi oraz próba odpowiedzi na pytanie, czy ceny transferowe mogą stanowić istotne zagrożenie dla realizowanej przez państwo funkcji fiskalnej.

Słowa kluczowe: ceny transferowe, podmioty powiązane, przerzucanie dochodów, zasada długości ramienia, dokumentacja transferowa.

Wprowadzenie

W obrocie międzynarodowym olbrzymią rolę odgrywają transakcje dokonywane przez podmioty powiązane. Zasadnicze wątpliwości sprowadzają się do rozstrzygnięcia, czy w związku z dokonaniem określonej transakcji z podmiotem powiązаныm powstają jakieś ryzyka podatkowe, ewentualnie jak je zminimalizować, a także czy na podatnikach spoczywają jakieś obowiązki związane z przepisami dotyczącymi cen transferowych [Nykiel, Strzelec, 2014].

Pierwsza wątpliwość wiąże się z ustaleniem, czy podmioty spełniają przesłanki podmiotów powiązanych, a jeżeli tak, to jakie ciążą na nich obowiązki związane z cenami transferowymi, jaki jest ich charakter, na czym polegają, oraz jakie są konsekwencje w przypadku ich niedopełnienia.

¹ Mgr, Kancelaria Finansowo-Księgowa Kwietniewscy sp. z o.o.

Ustawodawca wymaga, by podmioty powiązane ustaliły lub narzuciły w wyniku takich powiązań warunki we wzajemnych transakcjach na takich relacjach, jakie ustaliłyby między sobą niezależne podmioty. Oznacza to, że ceny stosowane we wzajemnych transakcjach zawieranych pomiędzy podmiotami powiązаныmi powinny być cenami rynkowymi, tj cenami ustalonymi zgodnie z zasadą „długości ramienia” [Nykiel, Strzelec, 2014].

Niestosowanie zasad rynkowych prowadzi do pojawienia się ryzyka związanego ze zjawiskiem przerzucania dochodów. Dzieje się tak wtedy, gdy ustalając ceny za wzajemne świadczenia przedsiębiorstwa powiązane zawyżają je bądź zaniżają. Mogą one wówczas, świadomie bądź nieświadomie wykorzystać różnice w opodatkowaniu i tym samym sterować swoim dochodem.

Sformułowano następujące hipotezy badawcze:

- H1: Charakter przeprowadzanych transakcji wewnątrzgrupowych odbiega od charakteru transakcji realizowanych pomiędzy niezależnymi firmami.
- H2: Podmioty powiązane ustalając ceny wzajemnych transakcji nie we wszystkich przypadkach kierują się zasadami rynkowymi, co prowadzi do pojawienia się ryzyka podatkowego związanego ze zjawiskiem przerzucania dochodów.
- H3: Ceny transferowe jako skuteczne narzędzie transferu dochodów między podmiotami powiązаныmi stanowią istotne zagrożenie dla realizowanej przez państwo funkcji fiskalnej.

1. Ceny transferowe jako instrument kształtowania wyników finansowych podmiotów powiązanych – możliwości i obszary wykorzystania

Ustawodawca, uwzględniając postanowienia Kodeksu postępowania w zakresie dokumentacji transakcji pomiędzy podmiotami powiązаныmi w Unii Europejskiej oraz rekomendacje OECD, wprowadził zmiany przepisów podatkowych regulujących kwestie obowiązku dokumentacyjnego w zakresie cen transferowych, które częściowo weszły w życie od 1 stycznia 2016 r. (raportowanie według krajów) oraz od 1 stycznia 2017 r. (dokumentacja krajowa, dokumentacja grupowa, CIT-TP, analiza porównawcza). Dodatkowo w roku 2017 przygotowane zostały nowe rozporządzenia wykonawcze.

Nowe regulacje wprowadzają trzystopniową znormalizowaną i częściowo scentralizowaną dokumentację pomiędzy podmiotami powiązаныmi, oraz przewidują równocześnie zwolnienie z obowiązku dokumentowania transakcji dla mniejszych przedsiębiorców.

Oznacza to, że znowelizowane przepisy w zakresie cen transferowych zlikwidowały obowiązujące dotychczas progi wartościowe, powyżej których podatnicy

są zobowiązani sporządzać dokumentację cen transakcyjnych. Zgodnie z nowymi regulacjami, obowiązek sporządzania dokumentacji obowiązuje jedynie podmioty, których przychody lub koszty w rozumieniu przepisów o rachunkowości przekroczyły w poprzednim roku podatkowym równowartość 2 mln euro.

Zasada przeliczania tej wartości co do zasady pozostała bez zmian, czyli obowiązuje średni kurs ogłaszany przez NBP, obowiązujący w ostatnim dniu roboczym roku podatkowego poprzedzającego rok podatkowy, którego dotyczy dokumentacja.

Dokumentacji podlegają jedynie te transakcje i zdarzenia, które mają istotny wpływ na wysokość dochodu (straty) podatnika.

Nowe regulacje ustaw o podatkach dochodowych wprowadziły algorytm ustalania limitów, powodujących konieczność sporządzenia dokumentacji cen transferowych. Jak wspomniano, obowiązek sporządzenia dokumentacji podatkowej powstaje w przypadku przekroczenia progu 2 mln euro przez przychody/koszty księgowe. Natomiast liczba dokumentów koniecznych do przygotowania rośnie wraz z przekroczeniem kolejnych progów. I tak:

- 2 mln euro – dokumentacja lokalna (ang. local file), czyli podstawowa dokumentacja cen transferowych (rozszerzona w porównaniu do zakresu dokumentacji z lat ubiegłych);
- 10 mln euro – rozszerzenie dokumentacji lokalnej o analizy porównawcze dla istotnych transakcji z podmiotami powiązаныmi;
- 20 mln euro – dokumentacja grupowa (ang. master file), czyli dokumentacja cen transferowych wraz z opisem grupy;
- 750 mln euro – raport według krajów (ang. country-by-country reporting).

Wzrost poziomu przychodów/kosztów księgowych ma również wpływ na wartość transakcji dla której należy sporządzać dokumentację cen transferowych. W przedziale:

- 2 mln euro do 20 mln euro – przedmiotowa wartość progu rośnie od kwoty 50 tys. euro o 5 tys. euro za każdy 1 mln euro przychodów/kosztów księgowych;
- 20 mln euro do 100 mln euro – przedmiotowa wartość progu rośnie od kwoty 140 tys. euro o 45 tys. euro za każde 10 mln euro przychodów/kosztów księgowych;
- powyżej 100 mln euro – przedmiotowa wartość progu wynosi 500 tys. euro.

W związku z powyższym do obowiązków w zakresie cen transferowych należy sporządzanie dokumentacji lokalnej (ang. local file), dokumentacji grupowej (ang. master file), składanie formularza CIT/TP, sporządzanie analizy porównawczej (ang. benchmark study) oraz raportowanie według krajów (ang. country-by-country).²

2 ksiegowosc.infor.pl/podatki/cit/cit/ceny-transferowe/768861,Ceny-transferowe-ide-ntyfikacja-obowiazku-dokumentacyjnego-na-przelomie-2017-i-2018-r.html

Dokumentacja lokalna (ang. local file)

Jest to podstawowa form dokumentacji cen transakcyjnych. Dokument „local file”, czyli dokumentacja na poziomie lokalnym, sporządzana przez krajowy podmiot powiązany, zawiera m.in. rodzaj i przedmiot transakcji i zdarzeń będących przedmiotem dokumentacji, opis przebiegu tych transakcji/zdarzeń, a także opis metody i sposobu kalkulacji dochodu (straty).

W odniesieniu do podatników, osiągających przychody lub koszty powyżej 10 mln euro w poprzednim roku podatkowym konieczne będzie uzupełnienie dokumentacji o tzw. analizę danych porównawczych (tj. analizę danych podmiotów niezależnych).

Wymieniając bardziej szczegółowo, w skład dokumentacji „local file” wchodzi:

- opis podatnika (struktura organizacyjna i zarządcza, przedmiot i zakres prowadzonej działalności gospodarczej, realizowana strategia gospodarcza, otoczenie konkurencyjne),
- opis transakcji lub innych zdarzeń,
- dane finansowe,
- analiza funkcjonalna (w tym aktywa i ryzyka),
- opis metody i sposobu kalkulacji dochodów wraz z uzasadnieniem dokonanego wyboru,
- opis ewentualnie przeprowadzonych pomiędzy podmiotami powiązаныmi przeniesień istotnych ekonomicznie funkcji, aktywów lub ryzyk, mających wpływ na dochód (stratę) podatnika,
- dokumenty źródłowe.

Podmioty zobligowane powinny złożyć dokument „local file” po raz pierwszy do dnia 31 marca 2018 r.

Dokumentacja grupowa (ang. master file)

Natomiast dokument „master file” dotyczyć będzie tylko podmiotów prowadzących działalność w skali średniej lub dużej, tj. podatników funkcjonujących w strukturach grup kapitałowych, którzy w roku podatkowym osiągnęli przychody/p ponieśli koszty w kwocie powyżej 20 mln euro.

Dokumentacja w tej części zawierać będzie informacje o grupie podmiotów powiązanych, w szczególności opis struktury organizacyjnej, przyjętej polityki cen transferowych, analizę sytuacji finansowej grupy, a także sprawozdanie skonsolidowane grupy kapitałowej.

Zasadniczym jest założenie, że przedsiębiorstwa powiązane powinny funkcjonować na takich samych warunkach, jak niezależne podmioty. W związku z tym ceny ustalane lub narzucane przez nie we wzajemnych transakcjach powinny być kalkulowane na takich samych zasadach, na jakich ustalane są we wzajemnych

transakcjach tego samego rodzaju pomiędzy podmiotami niepowiązanymi w porównywalnych warunkach mikro – i makroekonomicznych.

Należy tu przywołać zasadę „długości ramienia”, która koncentruje się wokół ceny transferowej, tj warunków uzgodnionych lub narzuconych we wzajemnych transakcjach zawieranych pomiędzy podmiotami powiązanymi – i nakazuje porównanie jej z warunkami (ceną), jakie w podobnej transakcji ustaliłyby między sobą podmioty niepowiązane [Nykiel, Strzelec, 2014].

Z punktu widzenia działalności gospodarczej cena transferowa jest to kwota (wynagrodzenie) pobierana przez jeden podmiot wchodzący w skład grupy podmiotów powiązanych od innego podmiotu wchodzącego w skład tej samej grupy z tytułu transferu określonego dobra.³ Przedsiębiorstwa powiązane, zawierając umowy pomiędzy sobą, kierują się przede wszystkim względami ekonomicznymi. Celem ich strategii jest podjęcie najkorzystniejszej z gospodarczego punktu widzenia decyzji co do momentu nabycia lub zbycia określonych towarów w obrębie grupy, lub na zewnątrz. Zatem nie można w każdym przypadku zakładać, że jedynym motywem podmiotów powiązanych, dla którego ustalają one między sobą warunki we wzajemnych transakcjach odbiegające od warunków wolnorynkowych jest wyłącznie chęć zminimalizowania wysokości ciężaru podatkowego (uniknięcia opodatkowania) przez „przerzucenie” dochodu z jednego członka grupy na drugiego. Nie zmienia to jednak faktu, że powiązania między dwoma podmiotami często wykorzystywane są do optymalizacji wysokości obciążeń podatkowych poszczególnych członków grupy podmiotów powiązanych.

2. Ryzyko państwa wynikające z transakcji zawieranych pomiędzy podmiotami powiązanymi.

Regulacje dotyczące zasad opodatkowania przedsiębiorstw powiązanych są obecne w polskim ustawodawstwie podatkowym już od 1936 r., stanowiąc trwałą instytucję polskiego prawa podatkowego. Problematyka korekty dochodu w wyniku przeliczania zysków znalazła ustawową regulację przede wszystkim w art. 11 updop⁴ oraz odpowiednio w art. 25 updo⁵. Potrzeba regulacji prawnych mających na celu zapobieganie przeliczaniu dochodów pomiędzy powiązanymi podmiotami gospodarczymi jest wynikiem dwóch czynników: rozwoju obrotów handlowych i zróżnicowanego poziomu opodatkowania. U podstaw tych regulacji

3 Hamaekers H, Holmes K., Głuchowski J., Kardach T., Nykiel W: Wprowadzenie do międzynarodowego prawa podatkowego, Wytyczne OECD, Warszawa 2006,

4 Ustawa z dnia 15 lutego 1992r. o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz.U. 2017.2343 t.j. z dnia 2017.12.15 z późn. zm.)

5 Ustawa z dnia 6 lipca 1991r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (Dz.U. 2016.2032 t.j. z dnia 2016.12.15 z późn. zm.).

legło założenie, że podmioty powiązane, dla których efekty działalności gospodarczej w postaci dochodu stają się wspólne, mogą przerzucać między sobą dochody poprzez stosowanie we wzajemnych transakcjach cen nieodpowiadających cenom rynkowym i w ten sposób generować dochód w tym podmiocie, który podlega niższemu poziomowi opodatkowania [Jamroży, 2017].

Niebezpieczeństwo niewłaściwej wyceny transakcji, a tym samym uszczuplenia należności podatkowych pojawia się tylko na gruncie podatku dochodowego, ale również w podatku od wartości dodanej - VAT. Może to być spowodowane faktem, że na gruncie VAT ceny transferowe mają znaczenie przede wszystkim wówczas, gdy podatek pobrany przez dostawcę towaru lub usługi nie podlega odliczeniu u nabywcy (głównie z uwagi na wykorzystywanie nabytego towaru lub usługi do wykonywania czynności nieopodatkowanych lub zwolnionych z VAT). Niebezpieczeństwo uszczuplenia należności podatkowych występuje też w przypadku, gdy dostawcy przysługuje nie pełne, a tylko częściowe (proporcjonalne) prawo do odliczenia podatku naliczonego z uwagi na wykonywanie czynności opodatkowanych i zwolnionych, a nabywca dysponuje pełnym prawem do odliczenia. W takiej sytuacji zawyżenie wartości transakcji opodatkowanej zwiększy proporcję podatku naliczonego podlegającego odliczeniu u dostawcy, a nabywca i tak odliczy naliczony mu w wyższej kwocie podatek. Zaniżenie wartości transakcji zwolnionej również poprawi proporcję odliczenia u dostawcy [Nykiel, Strzelec, 2014].

Choć obowiązujące regulacje z zakresu podatków dochodowych, podatku od wartości dodanej i należności celnych dotyczące rynkowej ceny transferu wydają się spełniać podobne cele i wykorzystywać przynajmniej częściowo podobną terminologię i metodologię, nie można dać się zwieść temu pozornemu podobieństwu. Największe różnice dotyczą zakresu transakcji, do których znajdują zastosowanie, definicji podmiotów powiązanych i metod wyceny.

3. Wpływ zjawiska przerzucania dochodów na realizację funkcji fiskalnej.

Z punktu widzenia administracji skarbowej zasadnicze dylematy sprowadzają się do ustalenia, jaka jest skala utraty przez państwo realnego dochodu w postaci podatków, które nie są płacone na skutek niewykazywania faktycznych dochodów i obrotów, kiedy możliwe staje się szacowanie dochodów w transakcjach pomiędzy podmiotami powiązаныmi oraz zastosowanie podwyższonej stawki 50%.

Wagę problemu zauważa Ministerstwo Finansów, gdzie w głównych założeniach Krajowego Planu Działań Administracji Podatkowej na 2016 rok wskazuje jako jedno z kluczowych ryzyko związane z transakcjami między podmiotami powiązаныmi. Specyficzną i odróżniającą od innych ryzyk cechą charakterystyczną

tego zjawiska jest wykorzystanie grupy podmiotów powiązanych. Zagrożenie występujące w tym zakresie oceniane jest jako wysokie, a źródłem nadużyć są przypadki deklarowania potencjalnych, a nie rzeczywistych dochodów podatników, którzy wykorzystują powiązania osobowe bądź kapitałowe z innymi podmiotami, w wyniku czego nie wykazują dochodu, bądź też wykazują go w wysokości różnej od tej, jakiej należałoby oczekiwać, gdyby powiązania te nie miały miejsca, albo też, wykorzystując takie powiązania, zaniżają obrót.

Zagrożenie akcentuje również Najwyższa Izba Kontroli, gdzie w swoim Wystąpieniu Pokontrolnym nad nadzorem organów podatkowych i organów kontroli skarbowej nad prawidłowością rozliczeń z budżetem państwa podmiotów powiązanych wskazuje na intensyfikację działań mających na celu poprawę efektywności organów podatkowych i organów kontroli skarbowej. Podkreśla także niedostateczne przygotowanie merytoryczne, organizacyjne i kadrowe podległych Ministrowi Finansów organów, co miało znaczący wpływ na wykrywanie i przeciwdziałanie nieprawidłowościom w rozliczaniu podatku tychże podmiotów.

Na znaczenie problemu wskazuje także fakt powoływania przez MF nowych komórek mających za zadanie badanie problemu, analizowanie i monitorowanie wskazanych obszarów oraz opracowywanie zasad analizy i oceny ryzyka nieprawidłowości w zakresie cen transferowych, a także pomoc merytoryczną i doradczą dla jednostek weryfikujących transakcje pomiędzy podmiotami powiązanymi.

Zakończenie

Ustalane wspólnie przez podmioty powiązane warunki ich wzajemnych transakcji, w tym przede wszystkim ceny dóbr, usług, wartości niematerialnych i prawnych (tzw. ceny transferowe) mają duże znaczenie w obrocie nie tylko krajowym, ale i międzynarodowym. Rodzi to komplikacje, ponieważ problematyka wyceny transferu – szerzej warunków transakcji – pomiędzy podmiotami powiązanymi oznacza stosowanie mechanizmów oszacowania i korekty dochodów (zysków) obowiązujących w różnych strukturach i grozi ryzykiem niewłaściwej wyceny owego transferu.

Analiza przytoczonej literatury oraz tematycznych aktów prawnych pozwala na odrzucenie pierwszej hipotezy, która zakłada, że charakter przeprowadzanych transakcji wewnątrzgrupowych odbiega od charakteru transakcji realizowanych pomiędzy niezależnymi firmami. Przedsiębiorstwa powiązane, zawierając umowy pomiędzy sobą, kierują się przede wszystkim względami ekonomicznymi,

jednakże takie same przesłanki biorą pod uwagę podmioty w żaden sposób nie powiązane między sobą. Celem jednych i drugich jest podjęcie najkorzystniejszej z gospodarczego punktu widzenia decyzji co do momentu nabycia lub

zbycia określonych towarów w obrębie grupy, lub na zewnątrz. Zatem nie można w każdym przypadku zakładać, że jedynym motywem podmiotów powiązanych jest wyłącznie chęć zminimalizowania wysokości ciężaru podatkowego (uniknięcia opodatkowania) przez „przerzucenie” dochodu z jednego członka grupy na drugiego.

Hipoteza druga, zakładająca, że podmioty powiązane ustalając ceny wzajemnych transakcji nie we wszystkich przypadkach kierują się zasadami rynkowymi, została potwierdzona. Przedsiębiorstwa odchodzą od zasady „długości ramienia” stanowiącej kryterium oceny warunków transakcji zawartej przez podmioty powiązane z porównywalną transakcją niekontrolowaną. Powodem odejścia jest wspomnianej zasady jest chęć legalnego zminimalizowania wysokości obciążeń podatkowych.

Hipoteza trzecia, mówiąca, że ceny transferowe stanowią istotne zagrożenie dla realizowanej przez państwo funkcji fiskalnej, została potwierdzona. Podmioty powiązane, dla których efekty działalności gospodarczej w postaci dochodu stają się wspólne, mogą przetrzucać między sobą dochody poprzez stosowanie we wzajemnych transakcjach cen nieodpowiadających cenom rynkowym i w ten sposób generować dochód w tym podmiocie, który podlega niższemu poziomowi opodatkowania [Jamroży, 2017].

W takim stanie rzeczy problematyka cen transferowych należy do najważniejszych zagadnień podatkowych nie tylko dla podatników, lecz także organów podatkowych i budżetów państw. W dalszym ciągu, mimo kilku lat obowiązywania regulacji wprowadzających szczególne obowiązki dokumentacyjne, zachodzą istotne wątpliwości związane z rozliczeniem transakcji zawieranych pomiędzy podmiotami powiązanymi.

Literatura

- [1] Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994, (Dz.U. 2016.1047 z późn. zm.).
- [2] Ustawa z dnia 15 lutego 1992r. o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz.U. 2017.2343 t.j. z dnia 2017.12.15 z późn. zm.).
- [3] Ustawa z dnia 6 lipca 1991r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (Dz.U. 2016.2032 t.j. z dnia 2016.12.15 z późn. zm.).
- [4] Felis P., Jamroży M., Szlęzak-Matusiewicz J., *Podatki i składki w działalności przedsiębiorców*, Difin, Warszawa 2015.
- [5] Hamaekers H, Holmes K., Głuchowski J., Kardach T., Nykiel W.: *Wprowadzenie do międzynarodowego prawa podatkowego*, Wytyczne OECD, Warszawa 2006,.
- [6] Hońko S.: *Koncepcje ostrożnej wyceny w rachunkowości*, Wydawnictwo naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, 2010.

- [7] Halat A., Jamróży M., *Opodatkowanie dochodów transgranicznych*, Wolters Kluwer, Warszawa 2016.
- [8] Jamróży M. red., *Dokumentacja podatkowa cen transferowych*, ODDK sp. z o.o. sp. k., Gdańsk 2017.
- [9] Makowski M., *Ceny transferowe. Dokumentacja w 2018 r.*, Infor.PL SA, Warszawa 2018.
- [10] Pieńkowski T., *Ceny transferowe. Jak przygotować firmę do kontroli podatkowej*, Infor PL SA, Warszawa 2018.
- [11] Sekita J., *Spółki osobowe a przepisy o cenach transferowych. Stan prawny przed i po 2015 r.*, Przegląd podatkowy nr 2/2015.
- [12] Strzelec D., *Dowody w postępowaniu podatkowym*, Warszawa 2013.
- [13] ksiegowosc.infor.pl/podatki/cit/cit/ceny-transferowe/768861,Ceny-transferowe-identyfikacja-obowiazku-dokumentacyjnego-na-przelomie-2017-i-2018-r.html.