

STUDI A EKONOMICZNE

UNIWERSYTET EKONOMICZNY
w Katowicach

INWESTYCJE I NIERUCHOMOŚCI WYBRANE ZAGADNIENIA

Redaktor naukowy

Krzysztof Marcinek



74

ZESZYTY NAUKOWE

INWESTYCJE I NIERUCHOMOŚCI

WYBRANE ZAGADNIENIA

STUDIA EKONOMICZNE

ZESZYTY NAUKOWE

UNIWERSYTETU EKONOMICZNEGO

W KATOWICACH

INWESTYCJE I NIERUCHOMOŚCI

WYBRANE ZAGADNIENIA

**Redaktor naukowy
Krzysztof Marcinek**



Katowice 2011

Komitet Redakcyjny

**Krystyna Lisiecka (przewodnicząca), Anna Lebda-Wyborna (sekretarz),
Halina Henzel, Anna Kostur, Maria Michałowska, Grażyna Musiał, Irena Pyka,
Stanisław Stanek, Stanisław Swadźba, Janusz Wywiał, Teresa Żabińska**

Recenzent

Adam Nalepka

Redaktor

Patrycja Keller

Skład tekstu

Urszula Grendys

© Copyright by Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach 2011

ISBN 978-83-7246-664-8

**Wszelkie prawa zastrzeżone. Każda reprodukcja lub adaptacja całości bądź części
niniejszej publikacji, niezależnie od zastosowanej techniki reprodukcji,
wymaga pisemnej zgody Wydawcy**

WYDAWNICTWO UNIwersytetu Ekonomicznego w KATOWICACH

ul. 1 Maja 50, 40-287 Katowice, tel. 32 25 77 635, fax 32 25 77 643

www.ue.katowice.pl, e-mail: wydawnictwo@ue.katowice.pl

SPIS TREŚCI

WSTĘP	7
Krzysztof Marcinek: GLOBALNY KRYZYS FINANSOWY I JEGO WPŁYW NA DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNĄ PRZEDSIĘBIORSTW – WYBRANE ZAGADNIENIA	9
SUMMARY	25
Piotr Tworek, Petr Valouch: THE CONDITION OF THE CONSTRUCTION INDUSTRY IN POLAND AND THE CZECH REPUBLIC UNDER THE FINANCIAL CRISIS – SELECTED ISSUES	27
SUMMARY	43
Jan Czempas: DOCHODY WŁASNE A ZMIANY SKŁONNOŚCI DO INWESTOWANIA NA PRZYKŁADZIE MIAST-POWIATÓW GRODZKICH WOJEWÓDZTWA ŚLĄSKIEGO (2004-2009)	45
SUMMARY	64
Karina Kuczowicz: DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA W PODMIOTACH GOSPODARCZYCH W POLSCE ORAZ ŹRÓDŁA JEJ FINANSOWANIA W LATACH 2005-2008	65
SUMMARY	82
Monika Foltyn-Zarychta: KRYTERIUM EFEKTYWNOŚCI INWESTYCJI GENERUJĄCYCH ODDZIAŁYWANIA POZARYNKOWE W ŚWIELE TEORETYCZNYCH MOŻLIWOŚCI STOSOWANIA METOD OCENY PROJEKTÓW	83
SUMMARY	99

Krystian Pera: DYLEMATY DOBORU ORAZ INTEPRETACJI DYSKONTOWYCH MIERNIKÓW OCENY EFEKTYWNOŚCI PROJEKTÓW INWESTYCYJNYCH	101
SUMMARY	116
Piotr Saługa: KONCEPCJA ADDYTYWNEGO PROCESU ZMIAN INSTRUMENTU PIERWOTNEGO W DYSKRETNYM MODELU WYCENY OPCJI RZECZOWYCH	117
SUMMARY	136
Halina Henzel: GOSPODAROWANIE NIERUCHOMOŚCIAMI PRZEDSIĘBIORSTW	137
SUMMARY	153
Jan Konowalczuk: POŚREDNIE ZASTOSOWANIE METOD DOCHODOWYCH DO WYCENY OPERACYJNYCH NIERUCHOMOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW W POLSCE	155
SUMMARY	163
Katarzyna Śmietana: KONCEPCJA ANALIZY EKONOMICZNEJ NIERUCHOMOŚCI INWESTYCYJNYCH	165
SUMMARY	192
Michał Wilczek: KSIĘGA WIECZYSTA I KATASTER NIERUCHOMOŚCI JAKO ŹRÓDŁA INFORMACJI O NIERUCHOMOŚCIACH W WYBRANYCH KRAJACH EUROPEJSKICH	193
SUMMARY	202
Elżbieta Zagórska: SPOŁECZNO-EKONOMICZNE NASTĘPSTWA REWITALIZACJI TERENÓW PRZEMYSŁOWYCH	203
SUMMARY	212
Tomasz Bolek: SPECYFIKA INWESTOWANIA W NIERUCHOMOŚCI ZABYTKOWE	213
SUMMARY	227

WSTĘP

Inwestowanie rzeczowe i związane z nim ściśle nieruchomości są od lat przedmiotem zainteresowań naukowych pracowników Katedry Inwestycji i Nieruchomości Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach.

Niniejsza praca jest zbiorem trzynastu artykułów pracowników Katedry, odzwierciedlających rezultaty prowadzonych w ostatnich latach prac studialnych, jak i badań naukowych o charakterze empirycznym. Publikację wzbogacają opracowania pracowników innych ośrodków naukowych, w tym zagranicznego, współpracujących z Katedrą¹. Składa się ona z dwóch zasadniczych części, w których zostały ujęte istotne dla teorii i praktyki gospodarczej specjalistyczne zagadnienia należące do obszaru inwestycji rzeczowych oraz nieruchomości.

Problematykę inwestycyjną otwierają dwa artykuły, autorstwa K. Marcinka oraz P. Tworka i P. Valoucha, poświęcone aktualnemu zagadnieniu gospodarczemu o wymiarze globalnym, tj. światowemu kryzysowi finansowemu i jego oddziaływaniu na działalność inwestycyjną przedsiębiorstw, również sektora budownictwa. Rozważania teoretyczne ilustrują bogate dane faktograficzne.

W kolejnych dwóch artykułach, autorstwa J. Czempasa oraz K. Kuczwic, zostały zaprezentowane wyniki badań obejmujących wieloletni horyzont czasowy, a dotyczących finansowania działalności inwestycyjnej w Polsce zarówno w sektorze publicznym, tj. miastach-gminach województwa śląskiego, jak i w komercyjnym, czyli w przedsiębiorstwach.

Do obszaru zagadnień inwestycyjnych należą również trzy kolejne artykuły, w których autorzy rozważają złożone, dyskusyjne kwestie metodyczne rachunku inwestycyjnego. M. Foltyn-Zarychta podjęła problematykę formułowania kryterium efektywności w kontekście metod oceny projektów inwestycyjnych generujących oddziaływania pozarynkowe. Z kolei K. Pera przeanalizował dyskontowe mierniki finansowej efektywności projektów inwestycyjnych pod względem wartości poznawczej, co umożliwiło dokonanie ich hierarchizacji.

¹ P. Valouch jest pracownikiem Uniwersytetu Masaryka w Brnie, Wydział Ekonomii (Departament Finansów), a P. Saluga – Instytutu Gospodarki Surowcami Mineralnymi i Energią PAN.

W trzecim z artykułów P. Saługa przedstawił problematykę prawidłowości wyceny opcji rzeczowych wykorzystywanych w analizie projektów inwestycyjnych.

Drugą część pracy stanowią artykuły poświęcone wybranym ekonomicznym zagadnieniom problematyki nieruchomości. Dwa pierwsze artykuły dotyczą nieruchomości przedsiębiorstw. H. Henzel dokonała typologii nieruchomości przedsiębiorstw, jak również ukazała zależności pomiędzy wartością nieruchomości a wartością przedsiębiorstwa. Problematyka wartości nieruchomości przedsiębiorstw była również przedmiotem rozważań J. Konowalczuka, który określił warunki stosowania metod dochodowych do wyceny nieruchomości przedsiębiorstw. Do wartości nieruchomości nawiązuje także artykuł K. Śmietany. Autorka ukazała możliwości wykorzystania przez właściciela-inwestora analizy finansowej w kształtowaniu wartości rynkowej nieruchomości dochodowych.

Kolejny artykuł, autorstwa M. Wilczka, jest poświęcony ekonomiczno-prawnym aspektom nieruchomości, tj. ogólnej charakterystyce systemu, ewidencji nieruchomości w wybranych krajach europejskich, a w szczególności księdze wieczystej i katastrowi nieruchomości.

Przedmiotem artykułu E. Zagórskiej, będącego studium teoretycznym, jest rewitalizacja obszarów przemysłowych. Autorka ukazała potrzebę szerokiego ujmowania tego procesu, uwzględniającego wielorakie skutki społeczno-ekonomiczne

Pracę zamyka artykuł, również o charakterze studium teoretycznego, poświęcony inwestowaniu w nieruchomości zabytkowe. Jego autor, T. Bolck, ukazał w nim specyfikę inwestowania w rozważany rodzaj nieruchomości.

Problemy podjęte przez autorów artykułów zamieszczonych w niniejszej pracy należą do ważnych, nie tylko dla polskiej gospodarki. Ich znaczenie wynika przede wszystkim z nowych, szybko zmieniających się wyzwań współczesności w obszarze inwestycji i nieruchomości. Prezentowane opracowania stanowią zatem głos w dyskusji nad poszukiwaniem rozwiązań coraz bardziej złożonych zagadnień w rozważanym obszarze.

Krzysztof Marcinek

Krzysztof Marcinek

GLOBALNY KRYZYS FINANSOWY I JEGO WPŁYW NA DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNĄ PRZEDSIĘBIORSTW – WYBRANE ZAGADNIENIA

Wstęp

Kryzys finansowy, zapoczątkowany w 2007 r. w USA wpłynął negatywnie na gospodarki poszczególnych krajów na całym świecie. Wśród licznych, ujemnych jego implikacji, podstawową było spowolnienie wzrostu gospodarczego oraz wzrost bezrobocia, przy czym zjawiska te wystąpiły w różnej skali w poszczególnych regionach i krajach, a także sektorach gospodarki¹. Celem niniejszego artykułu jest ukazanie wpływu kryzysu na aktywność w dziedzinie inwestycji rzeczowych. Ze względu na wielowątkowość problematyki, rozważania ograniczono do kilku kwestii, tj. do przedstawienia oddziaływania kryzysu na działalność inwestycyjną przedsiębiorstw w tym przedsiębiorstw inwestujących za granicą w formie bezpośrednich inwestycji zagranicznych, a także wskazano perspektywy inwestowania w okresie po kryzysie.

¹ Lata 2008-2009 są oceniane jako okres najgłębszego globalnego kryzysu finansowego po II wojnie światowej. Dla przykładu można podać, iż PKB państw uprzemysłowionych obniżył się w 2008 r. o 4,5%, a przeciętny realny wzrost PKB w krajach o gospodarce wschodzącej obniżył się z 8,8% w 2007 r. do 0,4% w początkach 2009 r. Stopa bezrobocia w krajach OECD wzrosła do 9%, a wolumen światowego handlu obniżył się o ponad 40% w drugiej połowie 2008 r.

1. Działalność inwestycyjna przedsiębiorstw w okresie globalnego kryzysu gospodarczego – ogólne prawidłowości

Globalny kryzys, wyrażający się m.in. spadkiem aktywności gospodarczej, wzrostem bezrobocia, wzrostem trudności pozyskania kapitału, niejasnymi perspektywami rozwoju gospodarczego i tym samym zwiększeniem ryzyka prowadzenia działalności gospodarczej, a nawet bankructwa, obliguje przedsiębiorstwa do wyjątkowych zachowań. Duża niepewność wymaga od zarządzających stałej uwagi, częstych zmian w wyznaczaniu strategii antycypujących i dostosowanych do zmieniającego się otoczenia.

W reakcji na kryzys, zarządzający przedsiębiorstwami na ogół podejmują różne działania prowadzące m.in. do ograniczania wydatków zarówno w sferze kapitału obrotowego, jak i wydatków inwestycyjnych. Nie rozwijając szerzej kwestii zarządzania kapitałem obrotowym należy wskazać jedynie często stosowane w tym zakresie działania, np. skracanie terminów ściągania należności, tworzenie bardziej restrykcyjnych warunków płatności w stosunku do niepewnych kontrahentów, wydłużanie terminów spłaty zobowiązań, zmniejszanie bezpiecznego poziomu zapasów. W sferze wydatków inwestycyjnych reakcja może być nieco bardziej złożona, mianowicie z jednej strony powszechne są zachowania, takie jak w przypadku kapitału obrotowego, a więc mające na celu ograniczanie wydatków, z drugiej znowu strony, sytuacja kryzysowa może stworzyć niektórym przedsiębiorstwom sposobność do podjęcia decyzji o charakterze strategicznym, w tym strategicznych decyzji inwestycyjnych².

Jak wspomniano, sytuacją typową w zakresie wydatków na inwestycje rzeczowe przedsiębiorstw jest ich ograniczanie, w koniecznych przypadkach nawet całkowite zaniechanie. Ograniczanie wydatków jest zwykle podstawową przesłanką formułowania i implementacji nowej, wymuszonej przez kryzys strategii inwestycyjnej (programu inwestycyjnego) przedsiębiorstwa. Jej elementem są m.in. decyzje dotyczące wyboru nowych projektów inwestycyjnych, projektów, które będą kontynuowane, zweryfikowane pod względem zakresu rzeczowego, czasowo wstrzymane, zaniechane, a także decyzje dotyczące ewentualnej likwidacji obiektów majątku trwałego.

² Kwestię sposobności do inwestowania przedstawiono w dalszej części niniejszego punktu

Redukując ze względu na kryzys skalę inwestowania, przedsiębiorstwa realizują pewną strategię. Zwykle dążą do zachowania projektów o znaczeniu dla nich strategicznym i długoterminowym. Wysoki priorytet nadają również projektom służącym utrzymaniu zdolności produkcyjnej oraz projektom dotyczącym interesu społecznego³. Ogólną prawidłowością w okresie kryzysu jest również preferowanie inwestycji zwiększających efektywność działalności przedsiębiorstwa przy równoczesnym ograniczaniu projektów nastawionych na rozwój ilościowy (tzw. projekty wzrostowe)⁴. Wymieniona prawidłowość ma oczywiście charakter ogólny i nierzadko w praktyce występują od niej odstępstwa. Polegają one m.in. na obniżaniu przez przedsiębiorstwa wydatków, które w istocie mają charakter wydatków inwestycyjnych i równocześnie strategicznych, tj. wydatków na działalność badawczo-rozwojową, a więc skutkującą innowacjami (np. w postaci nowych znaków handlowych). Zdarza się również, że firmy nie ograniczają całkowicie tych wydatków, lecz dokonują ich przeorientowania, tj. pozostawiają (preferują) inwestycje w krótkoterminowe innowacje o niskim ryzyku, a ograniczają w pierwszej kolejności te o dłuższym okresie implementacji.

Zróżnicowane oddziaływanie kryzysu na poszczególne rodzaje projektów inwestycyjnych jest również widoczne w przypadku projektów podejmowanych przez przedsiębiorstwa za granicą (projekty ukierunkowane na rynek, projekty ukierunkowane na skuteczność, projekty ukierunkowane na zasoby), co przedstawiono szerzej w następnym punkcie.

Przedstawione wcześniej prawidłowości dotyczące wpływu kryzysu na działalność inwestycyjną mają charakter ogólny, natomiast w konkretnych przypadkach o kierunkach „antykryzysowej” weryfikacji programu inwestycyjnego przedsiębiorstwa decyduje wiele czynników, w tym m.in. sytuacja finansowa przedsiębiorstwa oraz perspektywy rozwojowe sektora. Znaczący wpływ na wybór rozwiązań ma również spowodowana przez kryzys sytuacja finansowo-gospodarcza kraju, w którym funkcjonuje przedsiębiorstwo. Ta, jak wiadomo, była w świecie po 2007 r. znacznie zróżnicowana. Dla przykładu można podać, iż w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, spowodowany kryzysem spadek wykorzystania zdolności produkcyjnej w przemyśle przetwórczym wynosił w 2009 r. (w stosunku do 2007 r.) w większości krajów ponad 15 punktów procentowych. Wyjątek stanowiły Węgry i Rumunia, gdzie

³ Szerzej kwestię tę przedstawiają R. Dobbs, M. Giordano, F. Wenger: *The CFO's Role in Navigating the Downturn*. „McKinsey on Finance” Winter 2009, No. 30, s. 2.-7.

⁴ Sytuacja taka występuje m.in. w firmach energetycznych. Zob. m.in. *Kryzys finansowy wpływa na ograniczenie projektów inwestycyjnych*. Rozmowa z O. Barbaroux. „Gazeta Prawna” z dnia 11.02.2009.

spadek ten był znacznie niższy. W większości krajów omawiany spadek wystąpił w ponad połowie przedsiębiorstw, przy czym w Bułgarii, na Łotwie oraz Litwie zjawisko to miało miejsce w ponad 70% liczby przedsiębiorstw. Jedynie w Rumunii niższe wykorzystanie zdolności produkcyjnej wystąpiło tylko w 36% przedsiębiorstw⁵. W Polsce obniżenie wykorzystania zdolności produkcyjnych na ogół nie było duże. Rozważając zagadnienie wykorzystania zdolności produkcyjnej w kontekście działalności inwestycyjnej oraz zatrudnienia należy mieć na uwadze, iż nawet w przypadku poprawy koniunktury, przedsiębiorstwa najpierw zwiększają wykorzystanie zdolności produkcyjnej, a dopiero następnym krokiem (jeśli wystąpi dalszy wzrost popytu) jest inwestowanie w jej rozwój. Zwiększenie wykorzystania posiadanej zdolności produkcyjnej, chociaż powoduje wzrost zatrudnienia, to nie jest on znaczący. Dopiero większa skala nowych inwestycji może znacząco poprawić sytuację na rynku pracy.

Wspomniane stosunkowo korzystne (na tle innych krajów Europy Środkowo-Wschodniej) wykorzystanie zdolności produkcyjnych w Polsce było efektem utrzymania w 2009 r. wzrostu gospodarczego⁶. Korzystnie na tle innych krajów kształtował się również poziom globalnych nakładów inwestycyjnych, czego wyrazem były zachowania przedsiębiorstw, jak i deklarowane przez nie zamierzenia inwestycyjne. Jak wynika z badań przeprowadzonych w 2009 r. na grupie średnich i dużych przedsiębiorstw w Polsce, pogorszenie koniunktury wpłynęło na weryfikację ich planów inwestycyjnych, przy czym decyzje inwestycyjne poszczególnych firm były zróżnicowane⁷. Około 50%

⁵ R. Ramalho, J. Rodriguez-Meza, J. Yang: *How Are Firms in Eastern and Central Europe Reacting to the Financial Crisis? Enterprise Surveys*. Enterprise Note, No. 8, World Bank, Washington 2009, s. 3.

⁶ W 2009 r. Polska, jako jedyny kraj Europy Środkowej i Wschodniej, a także Unii Europejskiej, odnotowała dodatnią dynamikę wzrostu gospodarczego. W Polsce wzrost PKB wyniósł 1,7%, natomiast średni spadek w krajach Europy Środkowo-Wschodniej wyniósł około 7%, przy czym największy spadek odnotowały: Łotwa – 18%, Estonia – 14,1%, Litwa – 14,0%. W Unii Europejskiej spadek PKB wyniósł 4,2%, licząc zarówno dla 27 krajów, jak i 15 krajów (tzw. Starej Unii). W USA spadek wyniósł 2,4% (szerzej <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table>). Przytaczając wskaźniki PKB w kontekście skutków globalnego kryzysu, należy jednak pamiętać o właściwej ich interpretacji. Mianowicie, w ocenie skutków należy uwzględniać zróżnicowane tempo rozwoju poszczególnych krajów przed kryzysem. Zmniejszenie bowiem w czasie kryzysu tempa PKB o tę samą liczbę punktów procentowych powoduje różne sytuacje w poszczególnych krajach. I tak w krajach o dojrzałych gospodarkach, gdzie tempo wzrostu wynosi na ogół 1%-2% rocznie, omawiane zmniejszenie (np. o 5 pkt procentowych) powoduje spadek tempa wzrostu PKB poniżej zera, natomiast w krajach o tzw. gospodarkach wschodzących, wysokie z reguły tempo PKB, pomimo spadku, może pozostać dodatnie. Należy też brać pod uwagę, iż w niektórych krajach, np. nadbałtyckich czy w Bułgarii oraz w Rumunii, spadek PKB nastąpił również z innych powodów (zbyt ekspansywna polityka monetarna i fiskalna), a więc był tylko częściowo związany z kryzysem.

⁷ Badania przeprowadziła w kwietniu 2009 r. PKPP Lewiatan „Strategie inwestycyjne przedsiębiorstw w czasie spowolnienia gospodarczego”, 14 maja 2009 r., http://www.pkpplewiatan.pl/?ID=91238&article_id=238872.

przedsiębiorców deklarowało kontynuowanie inwestycji zgodnie z harmonogramem, natomiast o zmianie planów inwestycyjnych, spowodowanej kryzysem, informowało 42% badanych. W grupie przedsiębiorstw zmieniających plany inwestycyjne 2% zaniechało całkowicie inwestycji i tyle samo przedsiębiorstw zamierzało zwiększyć inwestycje. Korekty planów inwestycyjnych w ponad połowie przedsiębiorstw polegały na ograniczaniu skali inwestowania lub też – w jednej trzeciej przedsiębiorstw – na odraczaniu inwestycji do momentu poprawy popytu na rynku krajowym i zagranicznym. Interesujących danych dostarczyły także przeprowadzone w grudniu 2009 r. obszerne badania dotyczące małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce⁸. Wykazały one m.in., iż prawie co piąta firma z sektora MSP planowała podjęcie inwestycji w 2010 r., przy czym najczęściej takie plany miały firmy średniej wielkości, funkcjonujące w skali szerszej niż krajowa⁹. Planowane inwestycje miały wyłącznie charakter rzeczowy, a więc nie występowało zainteresowanie inwestowaniem w aktywa materialne. Takie podejście przedsiębiorstw w okresie kryzysu, czyli w warunkach wymuszających racjonalizację działalności przedsiębiorstwa, można uznać jako nieuzasadnione (co słusznie podkreślają autorzy badań). Wskazuje ono bowiem raczej na orientację na wykorzystanie dotychczasowych źródeł wzrostu, a nie na trwałe przemiany jakościowe. Omawiane badania ujawniły również, iż w ponad połowie badanych firm, które w 2010 r. nie planowały żadnych inwestycji, powodem był brak potrzeby, a nie ograniczenia. Tylko w 25% przedsiębiorstw powodem braku inwestycji był brak funduszy, a zaledwie w co szóstej firmie obawa przed niestabilnymi warunkami działania¹⁰.

Badania przedsiębiorstw przeprowadzone przez NBP w marcu 2010 r. wskazują, iż pomimo lekkiej poprawy koniunktury gospodarczej nie wystąpiły oznaki wzrostu aktywności inwestycyjnej wyrażające się zwiększonym odsetkiem nowo planowanych inwestycji¹¹. Jednakże sytuacja poszczególnych przedsiębiorstw była zróżnicowana. Mianowicie, w przedsiębiorstwach, w których inwestycje zostały bardziej ograniczone w okresie kryzysu, w początku 2010 r. wystąpił wzrost odsetka nowych projektów. Zjawiskiem pozytywnym

⁸ Badania przeprowadzono w grudniu 2009 r. na próbie 1206 przedsiębiorstw. Zob. W. Orłowski, R. Pasternak, K. Flaut, D. Szubert: *Procesy inwestycyjne przedsiębiorstw w czasach kryzysu*. Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2010.

⁹ Ibid., s. 58.

¹⁰ Ibid., s. 60.

¹¹ Badania przeprowadzono na próbie 1032 podmiotów. Zob. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2010 oraz prognoz koniunktury na II kw. 2010. Biuro Przedsiębiorstw, Gospodarstw Domowych i Rynków, Instytut Ekonomiczny, NBP, Warszawa kwiecień 2010, s. 6, http://www.nbp.pl/publikacje/koniunktura/raport_2_kw_2010.pdf.

był również wzrost przedsiębiorstw, w których kontynuowano wcześniej rozpoczęte projekty, a także występujący rzadko, tj. na poziomie sprzed kryzysu, zamiar rezygnacji z kończenia inwestycji¹².

Jak już wspomniano, w okresie kryzysu reakcja przedsiębiorstw w sferze wydatków inwestycyjnych może być zróżnicowana, tzn. nie zawsze musi polegać na redukowaniu zakresu rzeczowego, odraczaniu czy też rezygnacji z projektów inwestycyjnych. Sytuacja kryzysowa może stworzyć niektórym przedsiębiorstwom, w szczególności przedsiębiorstwom dysponującym wystarczającymi zasobami, sposobność do podjęcia decyzji o charakterze strategicznym. Okres kryzysu może stanowić wyjątkową sposobność do zainwestowania w różne aktywa, w tym do zainwestowania w zwiększenie udziału w rynku na korzystnych warunkach¹³. Przedmiotem zainteresowania tych przedsiębiorstw są przede wszystkim atrakcyjne małe i średnie firmy o solidnych podstawach, jednakże mające trudności w dostępie do rynków kapitałowych. Mogą to być również firmy, które nie stanowią podstawowej (rdzeniowej) działalności, znajdującej się trudnej sytuacji finansowej grupy kapitałowej¹⁴. Czas kryzysu może się również okazać dogodny do inwestowania w kapitał intelektualny, a przede wszystkim w pozyskanie nowych, utalentowanych pracowników. Jak pokazuje doświadczenie, głównie z poprzednich dwóch kryzysów (wczesne lata 90. XX w. oraz początek obecnego stulecia) w krajach OECD pracę utraciło wiele osób zatrudnionych w dziedzinach wysokiej techniki oraz w wymagających wysokich kompetencji usługach (np. finansowych). Ludzie ci mogą odegrać znaczącą rolę w wielu innowacyjnych firmach, w których w ostatnim czasie wystąpił niedobór pracowników o określonych umiejętnościach lub też mogą przyczynić się do powstania nowej fali przedsiębiorczości¹⁵. Nie rozwijając szerzej kwestii pozytywnych aspektów kryzysu, należy podkreślić, iż okresy ich występowania są nieraz uznawane jako historyczne okresy przemysłowej odnowy. W okresach tych bowiem mniej efektywne firmy bankrutują, a powstają czy też rozwijają się te bardziej dynamiczne, szczególnie kiedy nie zostaje im znacząco utrudniony dostęp do kapitału. Ta „twórcza destrukcja”, jak ją nazwał J. Schumpeter, będąca siłą napędową długo-

¹² Ibid

¹³ W okresach załamania na rynku akcji, a więc kiedy rynek ten przestaje być efektywnym mechanizmem wyceny akcji, inwestorzy mogą osiągnąć znaczne korzyści nabywając niedowartościowane spółki. Kwestia ta jest również przedstawiana w nieco innym kontekście w dalszej części artykułu.

¹⁴ R. Dobbs, M. Giordano, F. Wenger: Op. cit., s. 6.

¹⁵ *Policy Responses to the Economic Crisis: Investing in Innovation for Long-Term Growth*. OECD, June 2009, s. 9.

okresowej efektywności gospodarek rynkowych, potęguje się w okresach kryzysu¹⁶. Omawiane prawidłowości nie zawsze jednak występują lub też zachodzą w ograniczonym zakresie. Wskazują na to przytoczone wcześniej badania dotyczące sektora MSP w Polsce¹⁷. Mianowicie, tylko część badanych przedsiębiorców potwierdziła, iż kryzys stwarza szanse rozwoju oraz że pozwolił im wyciągnąć wnioski na przyszłość, tj. dotyczące długookresowego rozwoju firmy. Zbliżona liczba przedsiębiorców wyraziła jednak opinię odmienną, a więc nie uświadamiali oni sobie konieczności posiadania przez firmę mocnych stron, pozwalających na przetrwanie i rozwój zarówno w łatwych, jak i trudnych okresach.

2. Wpływ kryzysu na działalność inwestycyjną przedsiębiorstw podejmowaną za granicą

Wywołane kryzysem zachowania przedsiębiorstw mają swój wymiar krajowy oraz międzynarodowy, którego wybrane aspekty przedstawiono w dalszej części artykułu. Wymiar międzynarodowy kreują przede wszystkim przedsiębiorstwa transnarodowe, na których działalność inwestycyjną zarówno krajową, jak i zagraniczną wpłynęły wspomniane wcześniej zjawiska, a w szczególności:

- trudniejszy dostęp do kapitału, w tym m.in. bardziej rygorystyczne i mniej korzystne warunki uzyskania kredytu przy równoczesnym pogorszeniu sytuacji finansowej przedsiębiorstw, na którą złożyły się niższe zyski (bądź straty) oraz niższa wartość kapitału akcyjnego; w rezultacie mniejsze są możliwości przedsiębiorstw transnarodowych w inwestowaniu w formie zagranicznych fuzji i przejęć,
- niekorzystne perspektywy rynkowe w kraju i za granicą, zmniejszające skłonność do inwestowania, szczególnie w projekty zwiększające potencjał produkcyjny (usługowy) przedsiębiorstwa,
- zwiększony poziom ryzyka w kraju i za granicą, powodujący redukcję planów inwestycyjnych.

Konsekwencją wymienionych zjawisk było zmniejszenie się w latach 2008-2009 skali bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ). Rok 2007, tj. rok, w którym rozpoczął się kryzys, był ostatnim rokiem kilkuletniego cyklu wzrostowego międzynarodowych inwestycji. Globalna wartość napływu BIZ

¹⁶ Ibid., s. 7.

¹⁷ W. Orłowski, R. Pasternak, K. Flaut, D. Szubert: *Procesy inwestycyjne...*, op. cit., s. 82-83

wykazująca od 2004 r. stały wzrost, osiągnęła w roku rozpoczęcia się kryzysu historyczny rekord wynoszący 2,1 bln USD, po czym uległa obniżeniu¹⁸. W stosunku do tego roku nastąpił 16% spadek w 2008 r. i kolejny, wynoszący 37%, w roku 2009. W rezultacie omawiana wartość w 2009 r. wynosiła 1,114 bln USD¹⁹. Obniżenie wartości napływu BIZ wystąpiło prawie we wszystkich krajach (większe w krajach rozwiniętych aniżeli w krajach będących w okresie transformacji czy rozwijających się), świadcząc o zmniejszeniu możliwości finansowych przedsiębiorstw transnarodowych.

Wskazując spadek aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw w skali międzynarodowej należy mieć na uwadze, iż przedstawione wielkości są agregatowymi, na które składają się różne komponenty, tj. różne formy inwestowania (inwestycje typu greenfield, fuzje i przejęcia, nabywanie akcji lub udziałów zagranicznych podmiotów, kredyty w ramach podmiotów korporacji), których skala zmian była zróżnicowana. W latach 2008-2009 przedsiębiorstwa na ogół bardziej ograniczyły inwestowanie w fuzje i przejęcia, aniżeli w projekty greenfield. Dla przykładu można podać, iż liczba międzynarodowych transakcji fuzji i przejęć obniżyła się w latach 2008-2009 o 34% (w wyrażeniu wartościowym o 65%), a projektów greenfield o 15%. Było to rezultatem głównie ograniczenia możliwości przedsiębiorstw w finansowaniu tych transakcji co z kolei wynikało z załamania na rynkach finansowych. Banki i inne instytucje finansowe często nie były w stanie lub też były niechętne finansowaniu przejęć. Trudna sytuacja na rynkach kapitałowych zredukowała, a w niektórych przypadkach całkowicie pozbawiła przedsiębiorstwa transnarodowe zdolności do pozyskania kapitału. Równocześnie ogólna sytuacja gospodarcza istotnie ograniczyła także wewnętrzne możliwości finansowe przedsiębiorstw²⁰. O wspomnianym mniejszym spadku projektów inwestycyjnych greenfield aniżeli transakcji fuzji i przejęć zadecydowało głównie postrzeganie ich jako mniej ryzykownych. Projekty typu greenfield umożliwiają

¹⁸ Wartość globalna napływu BIZ, wynosząca w 1991 r. 208 mld USD wykazywała w następnych latach stały wzrost, osiągając 1,401 bln USD w roku 2000. Następnie, wskutek kryzysu ekonomicznego z początków lat XXI w., wystąpił kilkuletni spadek analizowanej wartości, tj. do 566 mld USD w 2003 r. Zapoczątkowany w 2004 r. kolejny kilkuletni, stały wzrost doprowadził w 2007 r. do osiągnięcia najwyższej wartości w dotychczasowej historii napływu BIZ, tj. do 2,1 bln USD, za: *World Investment Report 2010*. UNCTAD, 22 July 2010, Annex table 1 – FDI, inflows, by region and economy, 1990-2009.

¹⁹ Odpowiednio od zmniejszenia napływu zagranicznego kapitału obniżeniu uległa wartość jego odpływu. Największy spadek wystąpił w 2009 r. wynosząc 43% w stosunku do roku poprzedniego.

²⁰ *World Investment Report 2010*. UNCTAD, New York-Geneva 2010, s. 8

bowiem przedsiębiorstwom transnarodowym ekspansję swoich zagranicznych oddziałów w sposób bardziej stopniowy i w związku z tym mniej kosztowny. Ponadto projekty greenfield zapewniają przedsiębiorstwom międzynarodowym większą elastyczność operacyjną w ustalaniu poziomu aktywności w początkowej fazie istnienia oddziałów (filii), co wzmacnia ich zdolność do natychmiastowej reakcji na kryzys²¹. Jak podkreślają specjaliści UNCTAD, lepsze podejście do projektów typu greenfield w czasach kryzysów bierze się również stąd, iż rynki finansowe, które zwykle (w okresach ustabilizowanej gospodarki) stanowią efektywny mechanizm ustalania wartości przedmiotu transakcji fuzji/przejęcia, stają się niewiarygodne, tj. pochodzące z nich informacje są niepewne. A zatem w okresach kryzysu wyeliminowana zostaje – służąca efektywnej wycenie inwestycji – przewaga informacyjna, którą zwykle posiadają transakcje fuzji i przejęć w stosunku do projektów greenfield²².

Jak już wcześniej wspomniano, oddziaływanie wymienionych wcześniej negatywnych zjawisk ekonomicznych na działalność inwestycyjną może być zróżnicowane w przypadku poszczególnych (wspomnianych w poprzednim punkcie) typów międzynarodowych projektów inwestycyjnych, tj.:

- projektów ukierunkowanych na rynek (*market-seeking*),
- projektów ukierunkowanych na skuteczność/efektywność (*efficiency-seeking*),
- projektów ukierunkowanych na zasoby (*resources-seeking*)²³.

Projekty inwestycyjne ukierunkowane na rynek, tj. służące do wykorzystania rynków zagranicznych w celu sprzedaży swoich produktów, zostały w 2008 r. najbardziej dotknięte przez kryzys. Dotyczyło to szczególnie projektów realizowanych w krajach rozwijających się. Przedsiębiorstwa, spodziewając się słabej koniunktury gospodarczej w krajach rozwiniętych w 2009 r., raczej nie podejmowały w nich nowych projektów służących rozwojowi zdolności produkcyjnych, natomiast w krajach o gospodarce wschodzącej, jak i rozwijających się nadal angażowały się kapitałowo w owe projekty²⁴.

²¹ Ibid., s. 9.

²² Ibid.

²³ Charakterystykę tych projektów w literaturze polskiej przedstawia W. Karaszewski: *Przedsiębiorstwa z udziałem kapitału zagranicznego w Polsce w latach 1990-1999*. Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2001, s. 51 i n.

²⁴ *Assessing the Impact of the Current Financial and Economic Crisis on Global FDI Flows*. UNCTAD, April 2010, s. 23.

W przypadku projektów ukierunkowanych na skuteczność, trudniej jest oszacować wpływ, jaki na nie wywarł kryzys gospodarczy. Z jednej bowiem strony projekty te ponoszą konsekwencje ogólnej złej sytuacji (jak wszystkie projekty) wyrażającej się w mniejszych możliwościach finansowych przedsiębiorstw, a z drugiej omawiane projekty mogą się okazać niezbędne w przedsiębiorstwach, w których trwający kryzys ujawnia konieczność restrukturyzacji ich międzynarodowej działalności w celu obniżenia kosztów i podniesienia całkowitej efektywności.

Ostatnia z wymienionych grup, tj. projekty ukierunkowane na zasoby, są narażone, co przynajmniej w krótkim okresie, na straty spowodowane zmniejszeniem światowego popytu na surowce i związany z tym spadek ich cen. Projekty tego typu są głównie podejmowane w bogatych w surowce krajach rozwijających się. W opinii ekspertów UNCTAD, zahamowanie rozwoju omawianych projektów następuje wkrótce po okresie euforii, w którym szybko rosnący światowy popyt wywołuje zachwianie równowagi na rynkach towarowych. Towarzyszący rosnącemu popytowi wzrost cen towarów (surowców) skłania przedsiębiorstwa do angażowania się w nowe projekty inwestycyjne²⁵.

Aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw transnarodowych, realizowaną w warunkach kryzysu finansowego, można również rozpatrywać w kontekście jej wpływu na osiągnięte przez korporacje wyniki. Interesujące rezultaty badań w tym zakresie przedstawiają L. Alfaro i M. Chen²⁶. Autorzy ci, analizując działalność ponad 12 tys. przedsiębiorstw przed i po 2008 r., zwrócili szczególną uwagę na sposób reakcji na kryzys przedsiębiorstw ponadnarodowych w porównaniu z przedsiębiorstwami lokalnymi. Badania potwierdziły zróżnicowanie reakcji i związane z tym osiągnięte wyniki. Mianowicie, przedsiębiorstwa o międzynarodowej własności osiągają, średnio biorąc, lepsze wyniki niż lokalni konkurenci, jakkolwiek istnieje tu znaczna niejednorodność, jeśli chodzi o rolę bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

Po pierwsze, rola BIZ zmienia się zależnie od zasięgu kryzysu w krajach goszczących oraz w krajach eksportujących kapitał. Przedsiębiorstwa ponadnarodowe zlokalizowane w krajach goszczących, które doświadczyły ostrego

²⁵ Ibid., s.23.

²⁶ L. Alfaro, M. Chen: *Surviving the Global Financial Crisis: Foreign Direct Investment and Establishment Performance*. Working Paper, 10-110, Harvard Business School, Boston 2010, s. 4.

spadku zagregowanego popytu oraz pogorszenia warunków kredytowania, wykazywały większe korzyści (lepsze rezultaty działalności), aniżeli firmy lokalne. Z kolei przedsiębiorstwa ponadnarodowe, mające główną siedzibę w krajach o większym zasięgu kryzysu, objawiającym się niższym popytem i gorszymi warunkami kredytowania, radziły sobie mniej satysfakcjonująco za granicą, sugerując przy tym, iż jest to potencjalny pośredni efekt szoku w kraju eksportującym kapitał²⁷.

Po drugie, efekt BIZ zmienia się wraz z cechami działalności transnarodowych korporacji, w szczególności z powiązaniami produkcyjnymi pomiędzy zagranicznymi spółkami a główną siedzibą oraz z finansowymi ograniczeniami, jakie napotykają spółki zagraniczne. Zagraniczne spółki zależne o pionowych powiązaniach produkcyjnych z firmami macierzystymi wykazywały bardziej elastyczną działalność (osiągnięcia), podczas gdy spółki o powiązaniach poziomych reagowały w sposób mniej korzystny.

W ostatnim z wniosków wynikających z badań, wymienieni autorzy zwracają uwagę na znaczenie rozmiarów sieci funkcjonujących przedsiębiorstw. Mianowicie, bycie częścią większej międzynarodowej sieci umożliwiło osiągnięcie, średnio biorąc, bardziej korzystnych wyników w okresie kryzysu. Równocześnie jednak stwierdzono ujemną współzależność między wynikami spółek o poziomych powiązaniach produkcyjnych²⁸.

Jak już podkreślono, zasadniczym elementem kryzysu ekonomicznego jest wzrost ryzyka inwestowania, przy czym w przypadku przedsiębiorstw inwestujących za granicą szczególnego znaczenia (niezależnie od pozostałych rodzajów ryzyka) nabiera ryzyko polityczne. Rozważany globalny kryzys finansowy uświadomił znaczenie tej kategorii ryzyka, o czym świadczy m.in. fakt, iż w połowie 2009 r. niektóre segmenty rynku ubezpieczającego od ryzyka politycznego przyjęły bardziej konserwatywne spojrzenie na problematykę ryzyka. Dla przykładu można podać, iż Lloyd's, odzwierciedlając zmieniające się środowisko w wydanym w połowie 2009 r. raporcie, podkreślił kilka ważnych kwestii, a mianowicie:

1. Trwający ekonomiczny niepokój mógł mieć znaczący wpływ na poziomy niestabilności i ryzyko polityczne dla globalnego biznesu i ten stan może trwać dłużej niż recesja.

²⁷ Ibid.

²⁸ Ibid.

2. Klimaty inwestycyjne w krajach o wschodzących gospodarkach mogą wydawać się w krótkim okresie bardziej przyjazne dla inwestora, jednakże ryzyko wywłaszczenia może znacznie wzrosnąć w stosunku do ostrości skutków recesji.
3. Inwestorzy oraz kredytodawcy powinni kontynuować szacowanie ryzyka wywłaszczenia dla poszczególnych krajów²⁹.

O wpływie kryzysu finansowego na percepcję ryzyka politycznego mogą świadczyć również ratingi krajów o wschodzących gospodarkach, objętych badaniem Economist Intelligence Unit's Risk Briefing. Porównanie opracowanych w czerwcu 2008 r. oraz czerwcu 2009 r. ratingów 126 krajów powyższej grupy wskazuje na pogorszenie się postrzegania tych krajów pod względem ryzyka politycznego. W przypadku 52 krajów (41% badanych) osiągnięty wynik pogorszył się, dla 49 krajów pozostał bez zmian, a poprawił się tylko dla 25 krajów³⁰. Najbardziej znaczące pogorszenie wystąpiło w krajach Europy Wschodniej, Ameryki Południowej, w rozwijających się krajach Azji, w tym Środkowego Wschodu, oraz Afryki. Ogólnie można stwierdzić, iż właśnie w tych regionach kryzys ekonomiczny wystąpił z największą ostrością. Globalny kryzys nie spowodował jednak fundamentalnych zmian w ocenie ryzyka politycznego w przypadku czołowych krajów goszczących, zaliczanych do krajów o wschodzącej gospodarce. Zdaniem większości inwestujących za granicą przedsiębiorstw, samo pogorszenie koniunktury nie wpłynęło na postrzeganie przez nie ryzyka w głównych obszarach lokowania inwestycji³¹. Jak wynika z badań przeprowadzonych przez MIGA w 2009 r., Polska zajęła 5 miejsce (po dużych 4 gospodarkach, tj. Chinach, Indiach, Rosji i Brazylii) w rankingu krajów postrzeganych jako najlepsze miejsce do inwestowania, tj. miejsce, gdzie przedsiębiorstwa zagraniczne zamierzają podejmować nowe projekty w roku 2009 oraz w okresie następnych trzech lat. Spośród badanych przedsiębiorstw, ponad 20% zamierzało inwestować w Polsce w 2009 r., a niespełna 20% w latach 2010-2012³².

²⁹ *Global Recession: The Magnifying Glass for Political Instability*. Control Risks. Lloyd's 360 Risk Inside, London, cyt. za: *2009 World Investment and Political Risk*. Multilateral Investment Guarantee Agency, World Bank Group, Washington 2010, s. 51.

³⁰ *2009 World Investment and Political Risk*, op. cit., s. 31.

³¹ Ibid., s. 32.

³² Ibid., s. 23.

4. Perspektywy działalności inwestycyjnej po kryzysie

Kryzys, jaki gospodarka światowa przczyła w latach 2008-2009, jest uważany za najgłębszy w okresie po II wojnie światowej. Duży spadek wystąpił m.in. w produkcji, zatrudnieniu, handlu, inwestycjach. Obecnie, tj. w połowie 2010 r., trudno jest stwierdzić, jak trwale i głębokie będą jego skutki, a także niełatwo jest określić perspektywy rozwoju gospodarki światowej (w tym polskiej) i wpływ kryzysu na działalność inwestycyjną przedsiębiorstw.

W przypadku inwestycji podejmowanych przez korporacje transnarodowe oczekuje się powolnego powrotu do większej skali inwestowania, którego wyrazem jest prognozowany wzrost wartości globalnego napływu FDI z 1,1 bln USD w 2009 r. do 1,1-1,3 bln USD (w bazowym scenariuszu szacuje się 1,2 bln USD) oraz 1,3-1,5 bln (scenariusz bazowy – 1,4 bln) w 2011 r. Dopiero w 2012 r. przewidywane jest osiągnięcie wartości 1,2-2,0 bln USD, a więc zbliżającej się do rekordowej w roku 2007³³.

Wśród głównych przesłanek wzrostu omawianych inwestycji można wymieniać korzystne zmiany makroekonomiczne, a w szczególności wzrost PKB oraz nakładów brutto na środki trwałe (tabela 1).

Tabela 1

Prognozowany wzrost tempa wzrostu PKB oraz nakładów brutto na środki trwałe w latach 2009-2011 (w %)

Wielkość	Region	2009	2010	2011
tempo wzrostu PKB	świat	-2,0	3,0	3,2
	kraje rozwinięte	-3,4	1,9	2,1
	kraje rozwijające się	2,2	5,8	5,8
	kraje transformujące gospodarkę	-3,7	1,1	3,0
tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe	świat	4,3	6,9	7,0
	kraje o zaawansowanej gospodarce	-12,0	0,9	5,4
	kraje rozwijające się i gospodarki wschodzące	3,3	8,3	8,4

Źródło: World Investment Report 2010. UNCTAD, 22 July 2010, s. 20.

³³ World Investment Report 2010, op. cit., s. 19.

Jak wynika z tabeli 1 wyższego tempa wzrostu PKB oraz inwestycji można oczekiwać dopiero w 2011 r., przy czym analitycy różnych instytucji zajmujących się rozwojem podkreślają, iż prognozy te są obciążone dużą niepewnością. Drugą z przesłanek wzrostu inwestycji jest poprawa rentowności korporacji ponadnarodowych, która zaczęła nieznacznie wzrastać (po spadku zapoczątkowanym w 2007 i utrzymującym się do połowy 2009 r.) w ostatnich miesiącach 2009 r. dzięki odradzającemu się popytowi oraz dokonany przez przedsiębiorstwa oszczędnościom kosztów. Jako trzecią z przesłanek wzrostu inwestycji przyjmuje się proinwestycyjne rozwiązania polityki gospodarczej, w tym liberalizację przepisów, wprowadzanie rządowych pakietów pomocowych (stymulacyjnych) dla przedsiębiorstw itd.³⁴.

Pomimo oczekiwanego wzrostu inwestycji, należy mieć stale na uwadze zagrożenia dla odradzającej się po kryzysie gospodarki. W szczególności powszechnie zwracana jest uwaga m.in. na różne kategorie ryzyka natury makroekonomicznej, tj. niezadowolający system bankowy, nadmierny deficyt budżetowy wielu krajów europejskich, a także protekcjonizm inwestycyjny³⁵. Pierwszy z czynników, tj. nadal istniejące słabości systemowe bankowości, może nie zapobiec wystąpieniu w przyszłości sytuacji z lat 2007-2008. Ogranicza to dostęp do kredytów oraz wpływa na niestabilność giełdy. Z kolei powiększony deficyt budżetowy w niektórych krajach europejskich wywiera presję na już ograniczony rynek kredytowy oraz oddziałuje na nie zrównoważenie poziomu długu publicznego³⁶. Ostatni z czynników, tj. protekcjonizm, zdaniem wielu analityków nasilił się w okresie kryzysu, zwiększając ryzyko inwestowania³⁷.

Wymienione wcześniej oczekiwane tendencje dotyczące inwestycji podejmowanych przez przedsiębiorstwa za granicą potwierdzają dane dotyczące gospodarki Polski. O ile bowiem napływ kapitału zagranicznego z tytułu inwestycji bezpośrednich obniżył się z 17,196 mld EUR w 2007 r. do 9,972 mld EUR w 2008 r. i do 8,4 mld EUR w 2009 r. to w okresie od czerwca 2009

³⁴ Ibid., s. 20.

³⁵ Ibid., s. 21.

³⁶ W wyniku kryzysu, żaden kraj UE nie osiągnął w 2009 r. nadwyżki budżetowej. Według Eurostat deficyt budżetowy w całej UE wzrósł w 2009 r. do 6,8% w porównaniu do 2,3% w roku 2008. W strefie euro wskaźnik ten wzrósł w omawianych latach z 2% do 6,3%. Najwyższy deficyt wystąpił w Irlandii (14,3%), Grecji (13,6%), Wielkiej Brytanii (11,5%) oraz Hiszpanii (11,1%). W Polsce wyniósł 7,1%.

³⁷ Przejawy protekcjonizmu nasiliły się w końcu 2008 r. po bankructwie Lehman Brothers. Według Centre for Economic Policy Research w czasie obecnego kryzysu zastosowano już łącznie kilkaset działań chroniących własny rynek, przy czym liczba ta nadal rośnie.

do maja 2010 znacznie się zwiększył, tj. do prawie 11 mld EUR, tj. o ponad 4 mld EUR więcej niż rok wcześniej³⁸. W roku 2010 przewidywana wartość wynosi około 9 mld EUR. Doceniając tę pozytywną zmianę trendu trzeba jednak mieć na uwadze, że inwestycje zagraniczne stanowiły w ostatnich latach średnio zaledwie około 3% polskiego PKB. Oczekiwana zatem w roku 2010 wartość około 9 mld EUR będzie stanowić poniżej 3% PKB³⁹. W celu znaczącego zwiększenia tej wartości niezbędne jest przeprowadzenie różnych przedsięwzięć, w tym m.in. ograniczających powyższe ryzyka makroekonomiczne, a także działań służących odbiurokratyzowaniu gospodarki i racjonalizujących obciążenia podmiotów gospodarczych. Zwiększeniu skali BIZ będzie również służyć wejście do strefy euro, eliminujące istotne dla inwestorów zagranicznych ryzyko kursowe.

W Polsce kryzys wpłynął na znaczne obniżenie tempa wzrostu PKB w 2008 r., jednakże o czym już wspomniano, wzrost gospodarczy został utrzymany (tabela 2). Nie oznacza to jednak korzystnej sytuacji i niedoceniania negatywnego wpływu kryzysu na kondycję polskiej gospodarki oraz perspektywy jej rozwoju, tym bardziej iż dodatnie tempo wzrostu PKB w 2009 r. zostało uzyskane w szczególnych warunkach⁴⁰.

Tabela 2

Dynamika PKB oraz nakładów inwestycyjnych w latach 2008-2010 (%)

Wielkość	2008	2009	3 kwartał 2009	4 kwartał 2009	1 kwartał 2010
PKB	5,0	1,8	1,2	3,5	2,9
Nakłady inwestycyjne	8,2	-0,8	-0,1	-0,3	-12,4

Źródło: Eurostat, za: *Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej*. Instytut Ekonomiczny, NBP, Warszawa, czerwiec 2010, s. 34.

W 2009 r. obniżenie aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw było reakcją przede wszystkim na ograniczenie popytu zarówno krajowego, jak i zagranicznego, pomimo że sytuacja finansowa przedsiębiorstw w tym okresie

³⁸ Dane NBP.

³⁹ W Irlandii o tzw. cudzie gospodarczym zdecydowały istotnie inwestycje zagraniczne, których udział w PKB sięgał 15%.

⁴⁰ Pomijając różne czynniki, które złagodziły wpływ kryzysu na polską gospodarkę, należy mieć na uwadze, iż dodatni wzrost PKB w 2009 r. wynikał głównie z wysokiego popytu wewnętrznego oraz przejściowej poprawy salda handlu zagranicznego, możliwej dzięki znacznemu obniżeniu importu (spowodowanemu spowolnionym wzrostem produkcji), aniżeli eksportu.

była stosunkowo dobra⁴¹. Znacznie głębszy niż w poszczególnych kwartałach 2009 r. spadek inwestycji wystąpił w I kwartale 2010 r. Jego przyczyną były wspomniane już ujemne zjawiska (niski popyt i brak pewności co do trwałości wzrostu gospodarczego), a także w pewnym stopniu niekorzystne warunki atmosferyczne w pierwszych miesiącach tego roku, o czym świadczy większe obniżenie inwestycji w roboty budowlane, aniżeli maszyny i urządzenia

Wspomniany brak przekonania na temat trwałości wzrostu (w dodatku niższego niż przed kryzysem) i związany z tym brak silnego ekonomicznego uzasadnienia inwestowania u wielu przedsiębiorców spowodował odroczenie inwestowania i śledzenie sytuacji gospodarczej w Polsce i za granicą. W efekcie zapoczątkowana w II kwartale 2010 r. tendencja wzrostowa w inwestowaniu, głównie dzięki odradzającemu się popytowi zewnętrznemu, jest słaba, przy czym występują różnice w podejściu do inwestowania między przedsiębiorstwami w zależności od sektora własności, wielkości przedsiębiorstw, branży czy też rynku zbytu (eksportujące i krajowe)⁴². Wyraźnego wzrostu skali inwestowania można oczekiwać dopiero w 2011 r.⁴³ Przemawia za tym (poza zmianami popytu) także wskazywana przez przedsiębiorców potrzeba zwiększenia inwestowania w celu utrzymania konkurencyjności i pozycji na rynku, jak również stosunkowo wysokie (w porównaniu z innymi krajami europejskimi) wykorzystanie zdolności produkcyjnych przedsiębiorstw w Polsce, które przy dobrej koniunkturze szybciej skłania do inwestowania. Czynnikiem sprzyjającym inwestowaniu może być także wykorzystanie funduszy pomocowych z UE w finansowaniu inwestycji. Coraz wyższa ocena ich efektywności przez beneficjentów może prowadzić do zmian w sposobie finansowania inwestycji, tj. do zmniejszenia roli dotychczas dominującego źródła finansowania, czyli środków własnych, na rzecz tychże funduszy pomocowych i kredytów bankowych, których dostępność w okresie kryzysu była ograniczona.

⁴¹ W pozostałych sektorach (poza sektorem przedsiębiorstw) aktywność inwestycyjna w 2009 r. była zróżnicowana. Mianowicie, w przypadku gospodarstw domowych obniżeniu uległy nakłady na inwestycje mieszkaniowe, natomiast w sektorze finansów publicznych nastąpił silny wzrost skali inwestowania. Inwestycje sektora publicznego (finansowane w dużym stopniu z funduszy europejskich) złagodziły tym samym globalny spadek inwestycji w gospodarce.

⁴² Obszerne dane w tym zakresie zawiera Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kw. 2010 oraz prognoz koniunktury na III kw. 2010. Instytut Ekonomiczny, NBP, Warszawa, lipiec 2010.

⁴³ Prognozowana średnia roczna zmiana inwestycji wyniesie w czterech kolejnych kwartałach, tj. od III kw. 2010 – II kw. 2011 r. odpowiednio: 3,1%, 4,3%, 7,7% i 6,0%, za: Nieco większy optymizm. „Rzeczpospolita” z dnia 19 lipca 2010. Zbliżony poziom prognozują również inne instytucje.

Z drugiej znów strony, oceniając perspektywy inwestowania w okresie pokryzysowym, należy uwzględnić wspomniane zagrożenia dla wzrostu, m.in. słabą koniunkturę w Europie hamującą szybszy rozwój eksportu, niską płynność finansową wielu przedsiębiorstw, nadal utrudniony (szczególnie dla małych i młodych przedsiębiorstw) dostęp do kredytów, niższą niż przed kryzysem (pomimo wzrostu w roku 2010) skalę BIZ w Polsce. Niepewność i tym samym trudności w wychodzeniu z kryzysu potęgują ponadto przedstawione wcześniej problemy finansów publicznych (w kilku krajach europejskich, w tym w Polsce), a także perturbacje finansowe w strefie euro.

Wymienione różnego rodzaju trudności, zarówno te charakterystyczne dla okresu kryzysu, jak i inne występujące w życiu gospodarczym w ogóle, dotyczą w znakomitej większości nie tylko polskich przedsiębiorstw, ale również funkcjonujących w każdej gospodarce. Potwierdzają one postępującą złożoność otoczenia przedsiębiorstw oraz rosnącą trudność przewidywania rzeczywistości, w której rozpoznanie warunków, jak też określanie dynamiki oraz kierunków inwestowania pozostanie jednym z najtrudniejszych zadań i wyzwań dla menedżerów.

GLOBAL FINANCIAL CRISIS AND ITS IMPACT ON CORPORATE INVESTMENT – SELECTED ISSUES

Summary

The article presents the impact of the global financial crisis on the behavior of enterprises, in particular the planned and realized investment. It shows both the negative impact of the crisis on investments as well as the opportunities that the crisis poses for the acquisition of new assets by the company.

Taking into account the global nature of the crisis, particular attention is paid to its impact on foreign direct investment, mainly on their scale and structure. The final part of the article presents prospects of investment after the crisis, both in Poland and in the world.

Piotr Tworek

Petr Valouch

THE CONDITION OF THE CONSTRUCTION INDUSTRY IN POLAND AND THE CZECH REPUBLIC UNDER THE FINANCIAL CRISIS – SELECTED ISSUES

Introduction

Currently, both Poland and the Czech Republic are going through an economic crisis. This is confirmed by the data from the Polish and Czech statistical offices and governmental data, information from the central banks, etc., showing the performance figures achieved by these economies. „[...] A financial crisis, which began in the summer of 2007 in the US, has also affected – although to a differing extent – the rest of the world”¹. As emphasized by H. Simon: „[...] this crisis [...] is a revenue/sales crisis, not a cost crisis”². It initially hit the financial institutions only, but was quick to spread into the real sphere of the economy, i.e. mainly the industry³. In particular, in the Czech Republic it has affected the automotive industry as this industry is heavily dependent on the German car industry and on demand in Germany and other European countries. In Poland, however, the effects of the crisis aren't as dramatic as in the Czech Republic, due to a number of reasons, i.e. geographical and economic reasons, etc. Compared with the Czech Republic, Poland is three times as big, in terms of its territory and population. Moreover, it has such industries which are not present in the Czech Republic, e.g. fishery and ship-

¹ J.B. Taylor: *Zrozumieć kryzys finansowy*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010, p. 9.

² H. Simon: *33 sposoby na kryzys gospodarczy*. Difin, Warszawa 2009, p. 15.

³ See more: I. Valová: *Finanční krize a její dopad na regulaci*. International Scientific Conference European Financial Systems 2010. Masarykova Univerzita, Brno, 27-28 May 2010, p. 186 and s.

building, due to its access to the Baltic Sea. The date of September 15, 2008, i.e. the collapse of Lehman Brothers, an American investment bank, is commonly believed to mark the beginning of the financial crisis, as it triggered a series of falls on the global stock exchanges. Also, in Poland and the Czech Republic the stock exchanges reacted dramatically to the news from the Wall Street, which was clearly visible when looking at their indexes, i.e. the Czech index of PX and the Polish index of WIG. Currently, we are dealing with the economic crisis, which has also affected the construction industries in both countries. In particular, it hit the real-estate market, which had a direct impact on the financial condition of the market participants, i.e. mainly developers. „There’s a clear drop in demand on the housing market”⁴. „A consequence of increasing housing debts is a rise in these debts in relation to the market value of the housing resources”⁵. „Policy of deregulation, moral hazard of managers in large financial holding companies and too-big-to-fail problem are among the most often mentioned reasons for the financial crisis in the U.S.A.”⁶. One should remember, however, that the current crisis originates from the real-estate market, and more specifically, the *subprime* mortgage market. All these issues are addressed in the paper. It aims, in particular, to discuss the impact of the global financial crisis on the condition of the Polish and Czech construction industries. The authors focus here on the condition of construction companies in both countries, i.e. the basic participants in an investment and construction process, which are forced to operate in the period of a deep economic recession. The empirical illustration in the paper is the data obtained from such institutions as the Czech Statistical Office, the Polish Statistical Office, the Ministry of Economy in Poland, the National Bank of Poland, the Czech Ministry of Finance, EUROSTAT, the Warsaw Stock Exchange, the Prague Stock Exchange, etc. The deliberations concern the period from 2008 to Q2, 2010, plus July, 2010.

⁴ G. Głównka: *Funkcjonowanie przedsiębiorstw budowlanych w warunkach kryzysu na rynku nieruchomości*. W: *Rynek nieruchomości gminnych w czasie kryzysu i po kryzysie*. Red. M.J. Nowak, T. Skotarczak CeDeWu, Warszawa 2010, p. 85.

⁵ *Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce w latach 2002-2009*. NBP, Warszawa, maj 2010, p. 11.

⁶ S. Polouček: *Financial Crisis – Is There a Different Approach in the U.S.A. and Europe?* In: *Proceedings of the 12th International Conference on Finance and Banking*. Edited by D. Stavárek and P. Vodová. October 2009, p. 163.

1. Financial crisis in Poland and the Czech Republic. Selected issues

According to a report issued by the National Bank of Poland „[...] the global financial crisis, which began with the burst of the speculative bubble on the real-estate market in the US in 2007, is commonly believed to be the deepest recession of the world economy since the Great Depression of 1930s”⁷. „The reasons for the turmoil on the global financial market and, consequently, the spread of this turmoil onto the real sphere of the economies, include macro-economic and microeconomic phenomena”⁸. In particular, the essential reasons behind the recent crisis are the following ones: 1) a good economic situation of the global economies in the period preceding the crisis, and, especially, ‘pump priming’ on the real-estate market; 2) a persistent low level of interest rates, which made investors look for high rates of return and an opportunity to earn money quickly (at that time they heavily invested in the financial markets all over the world, ignoring the investment risks); 3) banks’ uncontrolled lending (an increase in a banking risk), especially *subprime* mortgages. „According to the International Monetary Fund, a *subprime* mortgage is a loan granted to a borrower, who meets one or more conditions given below: 1) has a poor credit history, due to their delayed repayments or a failure to repay their debts; 2) has a poor credit scoring or a high Debt-To-Income (DTI) rate (exceeding 50%), 3) does not have any credit history or their credit history is not complete”⁹. „Moreover, we can [here] talk about the following mistakes made by banks: insufficient diversification of portfolios, weak processes for credit worthiness evaluation and monitoring, revaluation of securities, charging incorrect risk mark-ups (premiums), insufficient internal control carried out by banks, financing of people and companies related to bank authorities, failure to match foreign currency liabilities and assets, creating an excess service po-

⁷ *Polska wobec światowego kryzysu finansowego*. Raport Narodowego Banku Polskiego NBP, Warszawa, wrzesień 2009, p. 4.

⁸ *Ibid.*

⁹ *Koniunktura gospodarcza. Od bańki internetowej do kryzysu subprime*. Red. J. Czech-Rogosz, J. Pietrucha, R. Żelazny. C.H. Beck, Warszawa 2009, p. 143-214. See more: E. Latoszek: *Działania MFN na rzecz stabilizowania międzynarodowych finansów*. W: *Nauki społeczne wobec kryzysu ekonomicznego*. Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2009, p. 45 and s.

tential, poor cost management, remuneration systems and incentive schemes focused on increasing short-term gains (even at the expense of long-term performance)¹⁰.

As emphasised in the introduction, the collapse of Lehman Brothers is regarded as the beginning of the financial crisis. „The bankruptcy of Lehman Brothers was caused by a number of factors connected with the bank's environment, mistakes in management, ethical failure of the managers, especially R.S. Fuld, the Chairman, who is undoubtedly directly responsible for the corporate collapse”¹¹. The graphic illustration of this point is given in Table 1.

Table 1

The biggest financial institutions affected by the market turmoil,
following the bankruptcy of Lehman Brothers

Date	Financial institution	What happened
1	2	3
15.09.2008	Lehman Brothers (USA)	A collapse of an investment bank, partial sale of the company to Barclays and Nomura
16.09.2008	AIG (USA)	A government bail-out of USD 85 billion, in exchange for a 79.9% stake, in form of warrants (<i>equity participation notes</i>)
16.09.2008	HBOS (UK)	Concerns about the bank's access to financing on the market, a dramatic drop in its share prices and its take-over on 17.09.2008 by Lloyds TSB, in a transaction worth (according to original estimates) GBP 12 billion
22.09.2008	Morgan Stanley (USA)	The Bank, having obtained the FED's approval, transforms itself into a banking holding (a universal bank). This status allows it to participate in a emergency plan to save the American financial sector; Mitsubishi UFG increases the equity of Morgan Stanley by buying a package of USD 9 billion
22.09.2008	Goldman Sachs (USA)	The Bank quits its investment bank status, becomes a universal bank, submitting itself, at the same time, to the FED regulations (see above)
24.09.2008	Goldman Sachs (USA)	A need to increase the bank's equity; Warren Buffet buys the bank's shares for USD 5 billion

¹⁰ *Rynki finansowe w warunkach kryzysu*. Red. M. Kalinowski. CeDeWu, Warszawa 2009, pp. 201-202.

¹¹ *Międzynarodowe bankructwa i afery bankowe*. Red. P. Masikiewicz. Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2009, p. 154.

Table 1 contd.

1	2	3
25.09.2008	Washington Mutual (USA)	Financial problems of the largest US retail bank, with almost 120 years of tradition; a dramatic fall in the bank's share prices and an outflow of deposits worth USD 16.7 billion. As a result, the bank goes bankrupt and is taken over by the regulators, afterwards the sale of WaMu JPMorgan Chase transactions for USD 1.9 billion
28.09.2008	Fortis Bank (Holland, Belgium, Luxembourg)	The bank at the verge of bankruptcy, an unsuccessful attempt to sell its part to BNP Paribas and ING, a need to increase the bank's equity using the public funds of EUR 11.2 billion and its nationalisation by the Benelux countries
29.09.2008	Bradford & Bingley (UK)	A panic among the bank's clients, withdrawal of deposits worth dozens of millions of pounds; the government decides to nationalise the second biggest British bank, after Northern Rock, and sell its deposit arm to Santander Bank
29.09.2008	Wachovia (USA)	Financial problems and an approval for the bank's takeover by Citibank. On 3.10.2008, however, Wells Fargo, surprisingly for Citi, outbids them and becomes the final buyer
29.09.2008	Glintir (Iceland)	The entire system in Iceland is unsettled and the bank is nationalised
29.09.2008	Hypo Real Estate (Germany)	Serious financial problems of the bank; a need to increase the bank's capital by using private and public funds; in October the government grants EUR 50 billion
30.09.2008	Dexia (France, Belgium)	A fall in the bank's share prices by 30%, the governments decide to bail out, spending the amount of EUR 6.4 billion
7.10.2008	Landsbanki (Iceland)	Nationalisation
8.10.2008	Kaupthing (Iceland)	Nationalisation
14.10.2008	Citigroup (USA)	The amount of USD 25 billion under a bail-out scheme for the American financial sector
14.10.2008	JPMorgan Chase (USA)	The amount of USD 25 billion under a bail-out scheme for the American financial sector
14.10.2008	Bank of America (USA)	The amount of USD 20 billion under a bail-out scheme for the American financial sector
14.10.2008	Merrill Lynch (USA)	The amount of USD 5 billion under a bail-out scheme for the American financial sector
14.10.2008	Wells Fargo (USA)	The amount of USD 25 billion under a bail-out scheme for the American financial sector
14.10.2008	Goldman Sachs (USA)	The amount of USD 10 billion under a bail-out scheme for the American financial sector
14.10.2008	Morgan Stanley (USA)	The amount of USD 10 billion under a bail-out scheme for the American financial sector

Table 1 contd.

1	2	3
14.10.2008	Bank of New York Mellon (USA)	The amount of USD 3 billion under a bail-out scheme for the American financial sector
14.10.2008	State Street Corporation (USA)	The amount of USD 3 billion under a bail-out scheme for the American financial sector
16.10.2008	UBS (Switzerland)	The amount of EUR 3.9 billion as the government aid
20.10.2008	ING (Holland)	The amount of EUR 10 billion as the government aid
20.10.2008	Crédit Agricole (France)	The amount of EUR 3 billion as the government's aid
20.10.2008	BNP Paribas (France)	The amount of EUR 2.55 billion as the government aid
20.10.2008	Société Générale (France)	The amount of EUR 1.7 billion as the government aid
20.10.2008	Crédit Mutuel (France)	The amount of EUR 1.2 billion as the government aid
20.10.2008	Caisse d'Épargne (France)	The amount of EUR 1.1 billion as the government aid
20.10.2008	Banque Populaire (France)	The amount of EUR 0.95 billion as the government aid
09.11.2008	AIG (USA)	The government aid granted to the Group in September, 2008 turns out to be insufficient; there is a need to add USD 150 billion
24.11.2008	Citigroup (USA)	Another USD 20 billion as the government aid and granting credit guarantees exceeding USD 300 billion

Source: W. Nawrot: *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*. CeDeWu, Warszawa 2009, pp. 37-38.

As we can see in Table 1, the financial crisis has impacted the biggest financial institutions worldwide. It should be clearly stated, however, that neither in Poland nor in the Czech Republic have such spectacular bankruptcies or takeovers taken place, as in other parts of the world. The crisis in Poland and in the Czech Republic has not hit so heavily and has not been as severe as in other European countries, e.g. Greece or Hungary, but the condition of the Polish economy, when compared to the Czech one, is much better¹². „In the period from October, 2008 to March, 2009 a number of countries, including e.g. Latvia, Hungary, Romania, the Ukraine, and Serbia, were forced to apply to the international financial institutions for rapid financial aid”¹³. Poland is commonly called ‘a green island’, due to its economic growth, which has been

¹² See more: P. Tworek: *The Economic Crisis in the Czech Republic and Poland: A Case of the Construction Industry and the Real Estate Market*. International Scientific Conference European Financial Systems 2010. Masarykova Univerzita, Brno, 27th-28th May 2010, p. 81 and s.

¹³ *Globalny kryzys finansowy a polska gospodarka*. Red. W. Malecki. Wizja Press & IT, Warszawa 2009, p. 95.

continuing despite the crisis. The GDP figures, for the Polish and Czech economies, compared with other countries, are shown in Table 2 (according to EUROSTAT) and Figure 1 (according to the Czech Ministry of Finance).

Table 2

Real Gross Domestic Product – yearly growth in %

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
								<i>Estimate</i>	<i>Forecast</i>	<i>Forecast</i>
EU27	1,2	1,3	2,5	2,0	3,2	2,9	0,8	-4,0	1,1	2,0
EA12	0,9	0,8	2,1	1,7	3,0	2,7	0,6	-3,9	1,1	1,9
Germany	0,0	-0,2	1,2	0,8	3,2	2,5	1,3	-5,0	1,4	1,9
France	1,0	1,1	2,5	1,9	2,2	2,3	0,4	-2,2	1,3	1,7
United Kingdom	2,1	2,8	3,0	2,2	2,9	2,6	0,5	-4,7	1,2	2,1
Austria	1,6	0,8	2,5	2,5	3,5	3,5	2,0	-3,7	1,0	1,9
USA	1,8	2,5	3,6	3,1	2,7	2,1	0,4	-2,6	2,0	2,5
Hungary	4,4	4,3	4,9	3,5	4,0	1,0	0,6	-6,9	-1,0	1,5
Poland	1,4	3,9	5,3	3,6	6,2	6,8	5,0	1,2	2,3	3,0
Slovakia	4,6	4,8	5,0	6,7	8,5	10,6	6,2	-5,3	2,1	3,9
Czech Republic	1,9	3,6	4,5	6,3	6,8	6,1	2,5	-4,0	1,3	2,6

Sources: Eurostat; OECD – Main Economic Indicators, Quarterly National Accounts; The Economist; IMF – Financial Statistics; MoF estimates, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>.

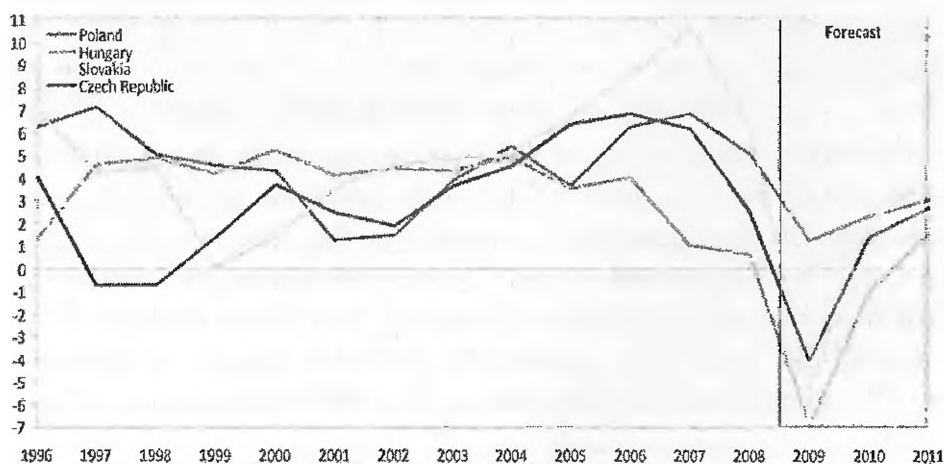


Figure 1. Real Gross Domestic Product – Central European new member state economies growth in %

Sources: Ministry of Finance of the Czech Republic, http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/macro-economic_52716.html.

Both, Table 2 and Figure 1 contain negative GDP figures for the Czech Republic in 2009. In particular, Table 1 allows us to compare the results shown there and gives an overall picture of the situation. As you can see in Table 1, in 2009 Poland was the only one to report a positive GDP, i.e. 1.2% per annum. In the Czech Republic this figure stood at -4.0% and in Hungary, for instance, it was as low as -6.9%. The quarterly GDP figures in 2009 in the Czech Republic (according to the Czech Statistical Office) are shown in Table 3.

Table 3

GDP development at constant prices in 2009 (in %)

Gross domestic product	Q1	Q2	Q3	Q4	2009
To the previous quarter (with seasonal and calendar adjustment)	-4.1	-0.3	+0.6	+0.7	x
To the same period of 2008 (with seasonal and calendar adjustment)	-4.0	-4.9	-4.5	-3.1	-4.1
To the same period of 2008 (data without seasonal adjustment)	-3.9	-5.2	-5.0	-2.8	-4.2

Source: Czech Statistical Office, <http://www.czso.cz/>

When compared to the Czech Republic and other European countries (Table 2, Table 3) Poland ranked very favourably in 2009, in terms of the GDP figures. According to the National Bank of Poland „[...] in 2009 Central and Eastern Europe (CEE) belonged to the global economic regions which were most severely affected by the crisis”¹⁴. „The recession has hit the CEE economies, mainly due to a global fall in demand (which was reflected by a dramatic reduction in the global trade turnover), significant limitations in lending and a drop in foreign capital inflows”¹⁵. „As a consequence, the domestic demand in the CEE region in 2009 went down by 7.4% (while in the 15 EU states it dropped by 3.9%)”¹⁶. As estimated by the Polish Ministry of Economy, the GDP in Poland in Q1 of 2010 went up by 3.1%¹⁷. However, in the Czech

¹⁴ *Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej* NBP, Warszawa, czerwiec 2010, p. 5.

¹⁵ *Ibid.*, p. 5.

¹⁶ *Ibid.*, p. 5.

¹⁷ *Analiza sytuacji gospodarczej Polski w I kwartale 2010 r.* Departament Analiz i Prognoz, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa, maj 2010, p. 5.

Republic „[...] in Q1 of 2010 a quarterly rate of the economic growth from the second half of 2009 (0.5% Q/Q) was maintained and, when coupled with a low-base effect, led in Q1 of 2010 to the first annual increase in GDP since 2008 (1.1%)”¹⁸. „Therefore, the Czech Republic, as well as Slovakia and Hungary, joined Poland as the countries with the positive GDP dynamics”¹⁹. When making comparisons between these results, one should also remember that the evaluation of the Poland’s and Czech Republic’s economic standing cannot be limited to the GDP figures only. Despite the fact that GDP in Poland and the Czech Republic in the first calendar half of 2010 was positive, both countries are still undergoing a serious crisis. Poland, for example, is now facing a huge budget deficit, i.e. almost PLN 49 billion (as of July, 2010). The similar situation is in the Czech Republic with the budget deficit equal to more than CZK 69 billion in July 2010²⁰. In the times of the crisis, also a rate of unemployment has gone up; the rate of unemployment reported in Poland in January 2010, for instance, was 12.5%. To compare with, in 2009 „[...] the number of jobs decreased to a smallest extent in Romania, the Czech Republic and Slovenia (in Slovenia this resulted from some anti-crisis measures taken), and to the largest extent – in Latvia, Lithuania and Estonia”²¹. In general, „[...] what’s a driving force for the market during the financial boom, becomes a factor of destruction during a crisis”²². The economic situation is best illustrated by the quotations on the stock markets in the particular European countries. The stock market constitutes the best parameter of the economic development. A crash on the Prague Stock Exchange is presented in Figure 2.

¹⁸ *Analiza sytuacji gospodarczej w krajach...*, op. cit., 15.

¹⁹ *Ibid.*, p. 15.

²⁰ See more: P. Dvořák: *Problém fiskalizace nákladů finančních krizí*. International Scientific Conference European Financial Systems 2009. Masarykova Univerzita, Brno, 25th-26th June 2010, p. 122 and s.

²¹ *Ibid.*, p. 7

²² T.T. Kaczmarek: *Globalna gospodarka i globalny kryzys*. Difin, Warszawa 2009, p. 179.



Figure 2. PX Index in the period from 5.04.1994 to 16.03.2010

Sources: Prague Stock Exchange PSE, <http://www.pse.cz>.

As we can see in Figure 2, a period of a dynamic rise in share prices of leading Czech companies in September 2008 was followed by a sudden collapse of the Prague Stock Exchange. This moment is believed to mark the beginning of the financial crisis in the Czech Republic, and the Czech stock market quickly reacted to the tumbling share prices on the NY Stock Exchange. Similarly, on the Warsaw Stock Exchange, after a dramatic drop in September 2008, the WIG index has been going up slowly, but regularly²³. The current economic situation in Poland and the Czech Republic has become relatively stable. This is confirmed by various economic data and the signs visible on the markets; in Q1 of 2010 Polish as well as Czech entrepreneurs were generally no longer as pessimistic as in mid-2009. In addition, the crisis in the Polish and Czech construction industries is not as deep as in the other European countries, e.g. Portugal or Spain.

²³ See: Warsaw Stock Exchange, http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=informacje_gieldowe&k=3&i=/indeksy_n/indeksy&sky=1.

2. The condition of the construction industries in Poland and the Czech Republic under the economic crisis

Just before the crisis, e.g. after the accession of Poland and the Czech Republic into the European Union, the situation in the Polish and Czech construction industries was good. The investment processes were intensified and developed due to the favourable economic conditions which, at that time, occurred on the markets. The healthy performance figures reported by the construction companies (including developers on the real-estate market) were maintained, mainly because of a full portfolio of orders which these companies received at that time. A considerable recovery in the Polish and Czech construction industries was also supported with foreign direct investment, easy access to banking credits and, in particular, access to the EU funds. These are the key catalysts of the economic recovery which occurred immediately after Poland and the Czech Republic became the EU member states²⁴. At that time, both in Poland and the Czech Republic a lot was built, which led to an increase in real-estate prices in these countries. In general, this situation lasted until the end of 2008, when both the economies started to deteriorate. In Poland „[...] despite that, throughout 2008 the construction output growth in companies employing more than 9 people was almost 13%, which means that it stayed at a high level, although lower than expected and forecast before”²⁵. In particular, the situation in Poland deteriorated in Q1 of 2009, when the key economic indicators and, in particular, the situation in industry in general, including the construction industry, worsened. A trend shown by the Polish construction industry in the period from 31 December 1998 to 6 August 2010 is best illustrated by the stock exchange index for this sector, WIG-Budownictwo (WIG-Construction), as we can see in Figure 4.

²⁴ See more: M. Kutera, S.T. Surdykowska: *Kryzysy gospodarcze a wiarygodność sprawozdań finansowych* Difin, Warszawa 2009, pp. 34-35.

²⁵ Z. Bolkowska: *Pro wzrostowy wpływ budownictwa infrastrukturalnego w okresie dekonunktury*, p. 2, <http://www.kongresbudownictwa.pl>

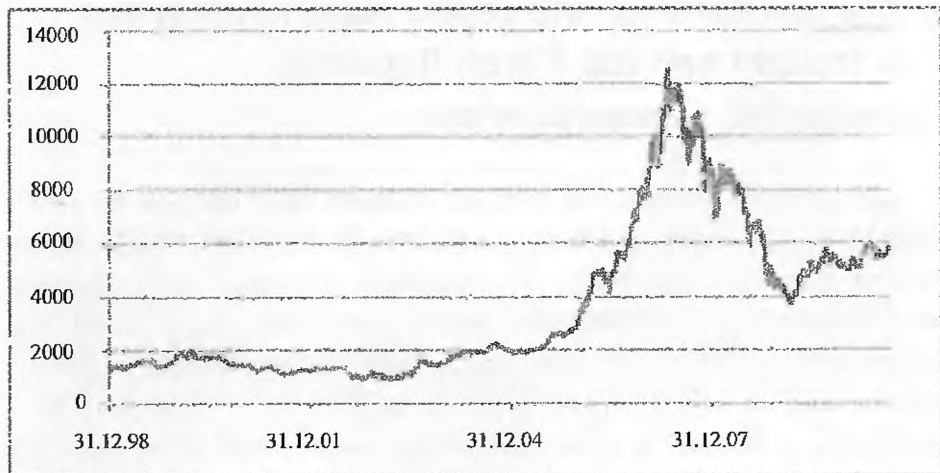


Figure 4. Historical graph of WIG-Construction index: from 31 December 1998 to 6 August 2010

Sources: Warsaw Stock Exchange, <http://www.gpw.pl/index.asp>

So far the Prague Stock Exchange had not had any indexes, which could correspond to the Polish WIG-Budownictwo or WIG-Deweloperzy (WIG-Developers), and cover the leading listed construction companies (or developers). These indexes were established because, first of all, Poland has a lot more economic entities than the Czech Republic and it was easy to create a number of industry indexes. As we can see in Figure 4, during the crisis, the shares of 31 leading construction companies slumped, and there was a dramatic fall in construction and assembly output all over Europe. The index of general climate in the Polish construction industry, according to GUS (as of in July, 2010), is presented in Figure 5.

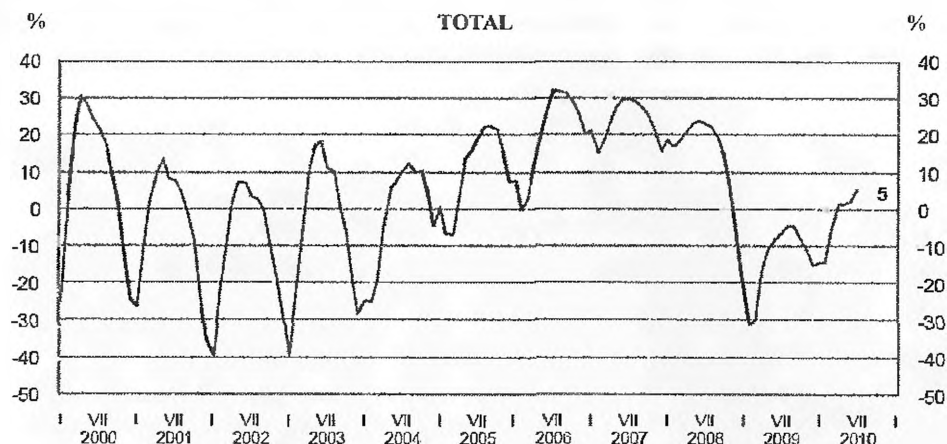


Figure 5. General market climate in the construction industry in Poland (as of July, 2010)

Sources: *Konjunktura gospodarcza – budownictwo* GUS, Warszawa lipiec 2010, p. 1, <http://www.stat.gov.pl>

In particular, the curve presented in Figure 5 reflects the views held by directors of small, medium-sized and big construction and assembly companies in Poland, about the economic situation in the construction industry in the analysed period. As we can see in Figure 5, there's a noticeable deterioration in the general climate on the construction market, i.e. especially at the end of 2008. Also, in the first calendar half of 2010, most of the entrepreneurs surveyed by GUS were pessimistic about the general situation in this industry. One of the most serious problem facing the Polish and Czech construction industries is a low demand for construction services. However, the situation in Poland is alleviated with the investments connected with the EURO 2012 football championship, organized by Poland and the Ukraine. The investments in Poland contribute to the construction of numerous infrastructural facilities in Poland, e.g. new stadiums, roads, bridges, and motorways are being constructed. Neither the Polish nor the Czech construction companies are strong, in equity terms, compared to the construction companies worldwide, such as e.g. a Swedish company of SKANSKA; therefore they find it much more difficult to survive the crisis, and they are far more vulnerable to the risk of bankruptcy. Because of the crisis, numerous construction investors in Poland and the Czech Republic defer their payments to contractors, who are also troubled by the cash flow problems. On the other hand, in Poland and the Czech Republic alike, the labour costs in the construction industry are much lower

than in the Western European countries, which definitely has a positive impact on the development of the construction sectors in the two countries. The performance figures for the construction industries in Europe, according to EUROSTAT, are presented in tables 4 and 5.

Table 4

Construction output – quarterly variation/monthly variation
% change compared with the previous quarter/previous month*

Total	Q2-09	Q3-09	Q4-09	Q1-10	Dec-09	Jan-10	Feb-10	Mar-10	Apr-10	May-10
EA16	-1.8	-2.2	-1.0	-4.0	0.3	-1.9	-6.2	6.5	-0.3	-1.0
EU27	-2.1	-1.3	-1.2	-2.4	-0.3	-0.8	-5.0	6.4	0.5	-0.6
Belgium	-6.8	3.3	-5.5	2.4	2.0	7.7	-10.3	12.1	-1.5	:
Bulgaria	-7.3	-6.8	-7.8	-6.2	-0.9	-5.0	-1.7	3.1	-2.4	0.9
Czech Republic	1.3	-0.3	-0.8	-18.3	-2.3	-21.3	3.9	5.6	5.1	7.2
Denmark	-9.2	-4.3	-5.5	-6.1	-2.7	-4.7	-2.0	7.0	:	:
Germany	3.3	-0.1	-1.7	-8.0	-2.0	-14.2	0.0	24.5	2.5	-2.3
Estonia**	-9.2	-9.1	-4.1	-6.4	:	:	:	:	:	:
Ireland**	-10.2	-6.3	-11.3	-11.9	:	:	:	:	:	:
Greece**	1.8	-9.6	-11.7	-1.1	:	:	:	:	:	:
Spain	-2.8	-5.1	-0.9	-5.7	4.2	-6.6	-2.4	2.9	-5.2	-1.0
France	-0.5	-1.3	-1.6	-1.7	-2.4	-0.1	-0.5	0.8	-2.1	0.0
Italy	-0.5	-3.1	-1.2	-1.8	c	c	c	c	c	c
Cyprus**	-3.1	-0.9	-5.5	c	:	:	:	:	:	:
Latvia**	-11.7	-13.2	-12.2	-1.0	:	:	:	:	:	:
Lithuania**	-13.2	-10.5	-11.3	-11.8	:	:	:	:	:	:
Luxembourg	-3.7	4.7	-3.2	1.4	-3.3	1.7	-3.2	12.9	-5.5	:
Hungary	3.3	-5.5	-2.7	-5.6	6.1	-12.0	6.2	5.4	-8.1	0.9
Malta**	-1.8	-0.9	-0.6	-1.6	:	:	:	:	:	:
Netherlands	-5.5	-4.9	-3.4	-3.8	-1.3	-1.8	-2.2	1.7	0.0	3.7
Austria	-1.3	0.0	0.8	-4.5	-1.4	-1.0	-5.1	0.2	1.8	:
Poland	0.3	2.7	-1.0	-12.2	-1.1	-12.6	-2.3	6.2	1.6	3.7
Portugal	-3.1	1.7	-5.4	-1.6	-5.2	-1.3	2.9	2.7	-3.9	-1.0
Romania	-9.7	-5.9	2.7	-8.0	7.8	-6.4	-14.8	1.0	0.0	-6.6
Slovenia	-2.1	-5.7	-5.3	-1.1	-1.6	4.8	-6.4	4.3	-4.5	-1.6
Slovakia	4.1	-3.6	-9.3	-4.4	-7.3	-3.2	0.8	3.1	13.9	-6.6
Finland	-5.8	4.0	-0.9	3.9	0.3	1.2	0.9	5.2	-0.3	c
Sweden	-0.1	0.2	-0.1	1.2	-0.2	1.9	-0.7	0.0	1.0	-1.1
United Kingdom	-0.6	2.4	-1.6	-1.6	-0.6	-0.7	-0.6	-0.7	5.9	2.7
Building	Q2-09	Q3-09	Q4-09	Q1-10	Dec-09	Jan-10	Feb-10	Mar-10	Apr-10	May-10
EA16	-2.1	-2.4	-0.9	-3.2	0.4	-1.4	-7.2	9.0	-1.0	-1.0
EU27	-2.7	-1.6	-1.4	-1.7	-0.2	-0.5	-5.2	7.3	-0.1	-0.5
Civil engineering	Q2-09	Q3-09	Q4-09	Q1-10	Dec-09	Jan-10	Feb-10	Mar-10	Apr-10	May-10
EA16	-1.4	-1.6	-1.1	-6.4	-1.7	-2.0	-4.8	1.2	3.4	-3.2
EU27	0.0	-0.2	0.4	-4.1	-0.3	-2.2	-2.9	1.8	3.4	-1.1

* Seasonally adjusted: data not available, confidential.

** These member states are not required to supply monthly data under Council Regulation 1165/98.

Sources: Eurostat. 107/2010-19 July 2010, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>

Table 5

Monthly production indices for total construction, seasonally adjusted
(base year 2005)

	05/09	06/09	07/09	08/09	09/09	10/09	11/09	12/09	01/10	02/10	03/10	04/10	05/10
EA16	92.7	92.1	91.0	91.0	90.2	90.4	89.4	89.7	89.0	82.5	87.9	87.7	86.7
EU27	93.8	93.1	92.8	92.9	92.5	92.1	91.5	91.2	90.5	85.9	91.5	92.0	91.4
BE	97.3	93.3	103.0	95.6	97.0	98.5	89.5	91.3	98.4	88.2	98.9	97.4	:
BG	132.5	134.2	130.4	125.3	123.7	118.5	116.3	115.3	109.6	107.7	111.1	108.3	109.3
CZ	110.5	111.7	111.1	112.1	115.0	110.9	113.6	111.0	87.4	90.8	95.9	100.8	108.1
DK	84.8	86.0	83.0	83.9	82.1	80.2	78.6	76.5	72.9	71.4	76.4	-	:
DE	109.0	109.1	107.6	111.7	109.3	108.0	108.6	106.4	91.3	91.3	113.7	116.5	113.8
ES	73.1	72.6	70.5	69.5	70.4	70.0	67.8	70.6	65.9	64.4	66.2	62.8	62.1
FR	101.2	101.3	100.9	99.9	100.0	99.3	99.6	97.2	97.1	96.6	97.4	95.4	95.4
IT	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
LU	99.6	100.5	108.8	105.4	105.1	104.7	104.0	100.7	102.3	99.0	111.9	105.7	:
HU	76.6	85.5	76.1	75.3	77.4	76.7	70.7	75.0	66.0	70.1	73.9	67.9	68.5
NL	103.6	105.1	105.7	103.3	103.0	101.5	100.6	99.3	97.5	95.4	97.0	97.0	100.6
AT	105.9	107.5	105.8	107.4	107.5	107.1	109.4	107.9	106.8	101.3	101.5	103.3	:
PL	153.7	152.6	158.2	156.9	156.2	154.2	157.0	155.3	135.7	132.6	140.8	143.1	148.4
PT	80.9	82.1	85.1	83.0	84.1	80.2	81.3	77.1	76.1	78.3	80.4	77.3	76.5
RO	159.7	177.8	161.3	153.4	157.8	146.9	162.9	175.6	164.4	140.0	141.4	141.4	132.0
SI	129.3	130.0	124.6	124.4	118.2	119.5	113.2	111.4	116.8	109.3	114.0	108.9	107.2
SK	129.0	125.9	122.6	125.9	115.8	108.1	115.5	107.1	103.7	104.5	107.7	122.7	115.7
FI	103.6	104.7	108.6	110.9	108.4	108.0	108.3	108.6	109.9	110.9	116.7	116.3	c
SE	118.2	116.1	115.3	117.8	117.2	117.1	117.0	116.7	118.9	118.1	118.1	119.2	118.0
UK	89.8	89.6	91.2	91.9	92.6	90.9	90.4	89.9	89.3	88.8	88.2	93.4	95.9

Sources: Eurostat. 10/2010-19 July 2010. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>.

In particular, Table 5 shows the dynamics (change) of construction and assembly output in the EU states. The data from tables 4 and 5 present that Poland, when compared to the Czech Republic, shows a higher sales dynamics and less downward trends. In general, both countries look good, when compared to the construction output figures obtained by the countries from the EU27 and AE 16 groups (Table 5). The data from tables 4 and 5 show that the crisis had a big impact on the European construction sector, i.e. negative figures and downward trends are prevailing. A noticeable improvement in the construction industries in Poland and the Czech Republic should accompany any possible recovery of the global economy, and deterioration of the economic performance leads to worse results to be reported by economic entities. For construction entrepreneurs, however, to be fully satisfied with their situation, there has to be something to be built, which is the case in Poland now, due to the organisation of EURO 2012 and considerable EU financing (also in the Czech Republic) received for implementation of infrastructural projects. But the negative impact on construction output in the Czech Republic will have stopping of some projects financed by the state budget due to efforts of the Czech government to reduce state budget deficit in 2010 and subsequent years.

Conclusion

The current economic crisis has a major impact on the absorption of the construction services market, as well as the economic standing of the entities operating in the construction sectors in Poland and the Czech Republic. In both countries, we can see some considerable similarities in this respect, i.e. the crisis affects the Polish and Czech construction industries to the same extent. In Poland, however, the financial crisis is less severe than in the Czech Republic because the Polish economy is bigger and more diversified. The crisis is also mitigated by the investments connected with the organisation of EURO 2012 in Poland. It should be added that the macroeconomic conditions for the operation of the Polish and Czech construction entrepreneurs are significant determinants of their economic performance. These conditions represent the main risks in the business activities carried out by the construction businesses²⁶. Currently, the global risk in the construction industry (the economic condition of entities operating in the construction sector, i.e. investors, contractors, designers, business partners, subcontractors, producers of construction equipment and materials etc.) in Poland and the Czech Republic is undoubtedly affected by the global economic crisis. In both countries, this crisis is deep as it originated in the financial markets. To sum up, then:

- the financial crisis in Poland and the Czech Republic started at the same time (September 2008) as a result of the crash on the NY Stock Exchange – which can be confirmed by the stock exchange indexes of WIG and PX; the reason behind this was, first of all, the globalisation of world economies,
- the economic consequences of the financial crisis in industry started to be felt in Poland and the Czech Republic a few months later than in such countries as, for instance, the United Kingdom; in both countries the crisis is not as deep as in some Western European countries and in the US,
- in Poland and the Czech Republic the crisis has had the same causes and effects; in both countries there were no spectacular bankruptcies of the financial institutions, unlike e.g. in the United States,

²⁶ See more: P. Tworek: *Ryzyko wykonawców przedsięwzięć inwestycyjnych*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2010, p. 83 and s.; P. Tworek: *Selected Aspects of Risk Management in Construction Enterprises*. Ekonomická Univerzita v Bratislave. 10th International Scientific Conference of Finance Department, "Finance and Risk" 24th-25th November 2008, Vydavateľstvo EKONÓM, Bratislava 2009, p. 641 and s. See also: *Ryzyko kryzysu finansowego w Polsce. Identyfikacja i monitorowanie*. Red. D.J. Błaszczuk. Poltext, Warszawa 2006, p. 46 and s.

- the crisis has had a major impact on the European construction industry (negative performance figures and downward trends are dominant); in Poland and the Czech Republic the crisis has mostly hit industry (including construction industry), from among the entire economy,
- the Polish and Czech construction industries are at a similar stage of their development, i.e. the Polish and Czech construction companies are too small, not competitive enough, not having enough capital, their capacity is too low, they do not have any high specialisation in implementation of investment projects, and the legal regulations governing the construction industries are far from satisfactory,
- Poland, when compared to the Czech Republic, shows a higher dynamics of construction and assembly production, while both the countries fare quite well in this respect, when compared to the construction output indicators of the countries belonging to the EU27 and EA16 groups,
- the situation of the participants of the investment and construction market (investors, developers, contractors, designers, subcontractors, etc.) in Poland and the Czech Republic will improve when the demand in both countries rises,
- the biggest barrier encountered in the business activities of the Polish and Czech construction companies is competition,
- foreign direct investments have a major impact on the construction services market in Poland and the Czech Republic; a significant determinant of their development is also full access to the EU funds,
- both countries have to face similar problems (in the analysed period), e.g. a big budget deficit; the Czech economy is smaller, in every respect, and more dependent on such economies as the German one, therefore it's more sensitive to the business cycles.

SYTUACJA BUDOWNICTWA W POLSCE I CZECHACH W WARUNKACH FINANSOWEGO KRYZYSU – WYBRANE ZAGADNIENIA

Streszczenie

Światowy kryzys finansowy objął również Polskę i Czechy. W szczególności w obu tych krajach dotknął on przemysł, w tym budownictwo. Wielu uczestników rynku inwestycyjno-budowlanego bardzo silnie odczuwa skutki panującego obecnie kryzysu. Przede wszystkim

mniejszy zysk netto osiągany przez polskie i czeskie przedsiębiorstwa budowlane jest bezpośrednim skutkiem spadku przychodów ze sprzedaży z tytułu zrealizowanej przez te podmioty produkcji budowlano-montażowej w ostatnim okresie. Celem niniejszego artykułu jest omówienie zasadniczych kwestii z tym związanych.

Jan Czempas

DOCHODY WŁASNE A ZMIANY SKŁONNOŚCI DO INWESTOWANIA NA PRZYKŁADZIE MIAST-POWIATÓW GRODZKICH WOJEWÓDZTWA ŚLĄSKIEGO (2004-2009)

Wstęp

Wykonywanie zadań przez gminy to świadczenie określonych usług na rzecz społeczności lokalnych w określonych formach prawno-organizacyjnych. Zgodnie z ustawą o samorządzie gminnym do zakresu ich działania należą wszystkie sprawy publiczne o znaczeniu lokalnym, niezastrzeżone ustawami na rzecz innych podmiotów¹. Niektóre z tych zadań wymagają wcześniejszego poniesienia wydatków inwestycyjnych. Inwestycje realizowane przez jednostki samorządu terytorialnego to celowe wydatkowanie kapitału skierowane na powiększenie korzyści materialnych i niematerialnych wspólnoty samorządowej.

W artykule autor skupił uwagę na ocenie, czy zachodzą zmieniające się w czasie zależności między sytuacją dochodową 19 miast-gmin o statusie powiatów grodzkich województwa śląskiego a ich skłonnością do ponoszenia nakładów inwestycyjnych. Sytuację dochodową autor mierzy osiąganym poziomem dochodów własnych. Autora interesowała odpowiedź na pytanie: czy gminy bardziej zasobne inwestują proporcjonalnie więcej niż te, których dochody są niewielkie? Okres sześciu lat: 2004-2009 jest już wystarczająco długi by dostrzec zarysowujące się prawidłowości. Przedstawione wyniki badania nawiązują do wcześniejszych analiz autora obejmujących duże miasta województwa śląskiego oraz, odrębnie, pozostałe miejscowości tego wojewódz-

¹ Ustawa z dnia 8 marca 1990 r. o samorządzie terytorialnym (Dz.U. nr 16, poz. 95 z późn. zm.).

twą². Zastosowana metodyka jest oparta na podstawowych miernikach statystycznych poziomu przeciętnego, zróżnicowania oraz skorelowania i na tzw. niesymetrycznej macierzy pozycji gminy, która pozwala nam określić ścieżkę kierunku skłonności do inwestowania.

Przez skłonność do inwestowania autor rozumie zjawisko polegające na ograniczaniu przez gminę wydatków bieżących, w celu powiększenia trwałych zasobów materialnych w przyszłości. Powiększenie przyszłych zasobów będzie zatem korzyścią uzyskaną przez wspólnotę lokalną. Skłonność do inwestowania będzie tym większa im większa jest oczekiwana korzyść wspólnoty z odłożenia lub zaniechania bieżącej, szeroko rozumianej konsumpcji.

O skłonności do inwestowania może np. zaświadczać poziom przeliczonych na głowę wydatków majątkowych oraz wskaźnik zdolności do samofinansowania inwestycji, będący udziałem procentowym poziomu wydatków majątkowych w dochodach własnych. Okresem badania były lata 2004-2009, czyli okres pełnej przynależności Polski do Unii Europejskiej, a wraz z tym możliwości korzystania ze środków funduszy strukturalnych i Funduszu Spójności. Dane źródłowe pochodzą z ewidencji Regionalnej Izby Obrachunkowej w Katowicach i są oparte na sprawozdaniach gmin z wykonania budżetu.

1. Specyfika inwestycji gminnych

Inwestycje samorządowe to wyrzeczenie się przez lokalne społeczeństwo bieżących korzyści na rzecz przyszłych niezdefiniowanych. Korzyści jakie odnosi lokalne społeczeństwo mogą być rozpatrywane jako „produkt” samorządu dostarczany mieszkańcom pod postacią dóbr publicznych oraz usług.

Efekty działalności inwestycyjnej gmin, przede wszystkim w sferze infrastruktury społecznej i technicznej, są rozległe – do najważniejszych należą:

- poprawa dostępności usług o charakterze publicznym,
- poprawa jakości życia społeczności,
- pozytywne oddziaływanie inwestycji na zewnątrz regionu,

² J. Czempas: *Sytuacja dochodowa gmin i ich skłonność do inwestowania na przykładzie miast-powiatów grodzkich woj. śląskiego*. W: *Inwestycje i nieruchomości*. Red. A. Nalepka. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 2006; J. Czempas: *Zmiany skłonności do inwestowania i zasobności dochodowej gmin wielkomiejskich woj. śląskiego w latach 1999-2005*. W: *Stan i kierunki rozwoju finansów samorządu terytorialnego*. Wyższa Szkoła Bankowa, Poznań-Wrocław 2007; J. Czempas: *Dochody własne gmin i ich skłonność do inwestowania na przykładzie wybranych gmin woj. śląskiego w latach 1999-2005*. W: *Samorząd terytorialny w Polsce – szanse rozwoju regionalnego i lokalnego w warunkach Unii Europejskiej*. Red. Z. Strzelecki. Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2008.

- aktywizacja gospodarcza regionu,
- oddziaływanie na struktury ekonomiczne i na koniunkturę gospodarczą w regionie,
- ograniczenie bezrobocia,
- poprawa sytuacji ekologicznej regionu,
- zwiększenie bazy dochodowej na kolejne lata³.

Istotnymi czynnikami, które skłaniają samorządy do przeznaczenia środków finansowych na realizację inwestycji są również:

- presja ze strony społeczności lokalnej, która żąda dostępu do możliwie najlepszych usług komunalnych, a także społecznych,
- nacisk ze strony podmiotów gospodarczych, które oczekują wzrostu efektów infrastrukturalnych oraz poprawy warunków umożliwiających rozwijanie działalności gospodarczej⁴.

Jedną z cech charakterystycznych inwestycji infrastrukturalnych, jest szeroki wachlarz korzyści pozyskiwanych w związku z ich realizacją. Choć nie rzadko ich finansowanie wiąże się z dużymi nakładami finansowymi, władze gminne powinny być zainteresowane ciągłym wdrażaniem innowacyjnych rozwiązań w zakresie infrastruktury, które w dłuższej perspektywie czasowej przyczynią się do obniżenia środków przeznaczanych na pokrycie wydatków bieżących związanych z obsługą tejże infrastruktury.

Należy również zaznaczyć, że dzięki aktywnej rozbudowie infrastruktury, zwłaszcza komunalnej, jednostki samorządowe uzyskują pozytywny efekt nie tylko w zakresie realizowanej inwestycji, ale także w innych sferach dotyczących funkcjonowania gminy. Zdaniem autora można zatem wyróżnić inne korzyści, które będą oddziaływać bezpośrednio na sytuację gospodarczo-społeczną samorządu, np.:

³ W. Mistercek: *Zewnętrzne źródła finansowania działalności inwestycyjnej jednostki samorządu terytorialnego*. Difin, Warszawa 2008, s. 39; M. Dylewski, B. Filipiak, M. Gorzalczyńska-Koczkodaj: *Finanse samorządowe. Narzędzia, decyzje, procesy*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 116-117; B. Filipiak: *Strategie finansowe jednostki samorządu terytorialnego*. PWE, Warszawa 2008, s. 22; M. Maciejuk: *Inwestycje samorządowe w miastach województwa dolnośląskiego*. W: *Przekształcenia strukturalne miast i zrównoważony rozwój gospodarki miejskiej*. Red. J. Słodczyk i D. Rajchel. Wydawnictwo Uniwersytetu Opolskiego, Opole 2008, s. 53.

⁴ Por. *Gospodarka finansowa jednostek samorządu terytorialnego w warunkach decentralizacji zarządzania sektorem publicznym*. Red. H. Sochacka-Krysiak. Warszawa 2008, s. 177; B. Filipiak: *Strategie finansowe jednostki samorządu terytorialnego*. PWE, Warszawa 2008, s. 20; A. Drwillo, J. Gliniecka: *Finanse gminy*. Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 1997, s. 142; KB: *Inwestorzy idą tam, gdzie są dobre kadry*. „Współnota” 2010, nr 49, s. 50

- wzrost atrakcyjności gminy oraz przyciąganie potencjalnych inwestorów poprzez świadome rozbudowywanie infrastruktury technicznej (np. uzbrajanie terenów),
- wzrost dochodów uzyskiwanych z tytułu poboru podatku od nieruchomości od osób prawnych czy też podatku CIT. Sprawnie działająca oraz efektywna infrastruktura może się stać jednym z powodów, dla których podmioty fizyczne będą się decydowały rozpocząć działalność gospodarczą w jednostce samorządu terytorialnego odznaczającej się wysoko rozwiniętą infrastrukturą,
- podnoszenie standardu życia,
- korzyści finansowe uzyskiwane z tytułu oddania obiektu do eksploataowania,
- obniżenie poziomu bezrobocia⁵.

W. Jabłoński zwraca uwagę na następujące aspekty inwestycji infrastrukturalnych i komunalnych realizowanych przez jednostki samorządu terytorialnego (JST):

- poprzez realizację inwestycji infrastrukturalnych, ulega poprawie użyteczność obszarów objętych rozwojem względem innych, gdzie, w tym samym czasie, nie realizuje się przedsięwzięć inwestycyjnych w sferze infrastruktury,
- w wyniku inwestycji komunalnych następuje wzrost podaży usług o charakterze użyteczności publicznej, co z kolei wpływa na skalę działalności społecznej i gospodarczej,
- wzrost podaży usług oraz podniesienie ogólnego potencjału gospodarczego obszaru prowadzi wprost do zamierzonej poprawy warunków społeczno-bytowych ludności,
- poprawa warunków lokalizacyjnych dla przedsiębiorstw i społeczeństwa przejawia się preferencją gospodarstw domowych do osiedlenia się na danym terenie,
- rozwój w skali miast nie odbywa się bez wpływu na sytuację w regionie, zwłaszcza w przypadku dużych jednostek osadniczych, pełniących określone funkcje w strukturze transportowej obszaru,
- inwestycje skutkują powiązaniami przestrzennymi i prowadzą do przekształceń społecznych oraz gospodarczych w szerszej skali,

⁵ Por. J. Czempas: *Inwestycje gminne – znaczenie i pomiar*. W: *I Forum Samorządowe. Polska samorządność w integrującej się Europie*. Fundacja na rzecz Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2004, s. 86-87.

- realizacja inwestycji jest jednym ze skutecznych sposobów ograniczenia bezrobocia. W sytuacji gospodarczej Polski tworzenie nowych miejsc pracy w wyniku działalności inwestycyjnej powinno się koncentrować na przedsięwzięciach infrastrukturalnych, w zakresie budowy dróg i autostrad, budownictwie mieszkaniowym oraz pozyskiwaniu energii ze źródeł odnawialnych⁶.

Infrastrukturalny charakter znacznej części przedsięwzięć inwestycyjnych samorządów determinuje ich kolejne cechy:

- istotny wpływ na poziom przyszłych dochodów i wydatków jednostki samorządu terytorialnego,
- wysoka kapitałochłonność (szczególnie w początkowej fazie powstawania urządzeń i obiektów),
- relatywnie długi okres zamrożenia środków pieniężnych, który jest uwarunkowany długim okresem powstawania i funkcjonowania infrastruktury,
- obciążenie wysokim poziomem ryzyka, zwłaszcza w warunkach inflacji,
- niepowtarzalność technologii i niepodzielność obiektów, które wyrażają się w konieczności zapewnienia minimalnej, technicznie uzasadnionej wielkości elementu infrastruktury,
- współzależność przybierająca formę komplementarności lub substytucyjności, która oznacza wzajemne dopełnianie się urządzeń będących efektem inwestycji lub ich zamienność,
- związek z terenem, czyli oddziaływanie urządzeń i obiektów infrastrukturalnych powstałych w następstwie inwestycji na środowisko oraz ich czułość na niekorzystne zjawiska atmosferyczne,
- nieodwracalność skutków decyzji inwestycyjnych⁷.

Gminy w znacznej mierze bezpośrednio się angażują w realizowanie inwestycji w sferze infrastruktury technicznej, za czym przemawia szereg przesłanek o charakterze ekonomicznym. Po pierwsze niektóre z elementów infrastruktury technicznej mają charakter dóbr publicznych, czyli takich, które cechują się brakiem konkurencyjności w konsumpcji oraz niemożnością wyłączenia z konsumpcji. W związku z tym nie mogą być one sprawnie

⁶ W. Jabłoński: *Procesy inwestycyjne i ocena ich ekonomicznej efektywności, zarządzanie projektami zmian w firmie*. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Zarządzania i Marketingu, Sosnowiec 2002, s.15-19, J. Dębski: *Lokalne bieżący wzrost w Polsce na przełomie XX i XXI w.* Tom II. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania, Białystok 2002, s. 75.

⁷ A. Zimny: *Uwarunkowania efektywności inwestycji gminnych w sferze infrastruktury technicznej*. Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa, Konin 2008, s. 12.

dostarczane przez rynek – konieczna jest interwencja sektora publicznego. W przypadku gmin dotyczy to szczególnie dróg gminnych oraz urządzeń i instalacji do ich oświetlenia. Kolejnym ważnym powodem podejmowania przez gminy inwestycji infrastrukturalnych jest występowanie efektów zewnętrznych. Drugą przesłanką przemawiającą za podejmowaniem przez gminy inwestycji w sferze infrastruktury technicznej są korzyści skali związane z istnieniem monopolu naturalnego. Funkcjonowanie jednego podmiotu pozwala na lepsze wykorzystanie urządzeń sieciowych na danym terenie, a także przyczynia się do zmniejszenia jednostkowych kosztów przesyłu dóbr lub usług. Ponadto budowa, rozbudowa lub modernizacja infrastruktury technicznej wymaga wysokich nakładów inwestycyjnych, którymi zazwyczaj dysponuje jedynie samorząd gminny, a które w znacznej mierze pochodzą z dochodów własnych gminy w postaci różnego rodzaju podatków oraz opłat uzyskiwanych od wszystkich mieszkańców, firm i instytucji. Ostatnim argumentem decydującym o bezpośrednim angażowaniu się władz lokalnych w realizację przedsięwzięć infrastrukturalnych jest możliwość korzystania ze środków pomocowych przeznaczonych na te właśnie cele, które dostępne są wyłącznie dla jednostek samorządu terytorialnego⁸.

2. Wydatki majątkowe gmin

Rozpatrując problem wydatków samorządowych należy zwrócić uwagę, iż sama realizacja projektu jest silnie kapitałochłonna, ale również pociąga za sobą konieczność ponoszenia w przyszłości wydatków związanych z utrzymaniem zrealizowanej inwestycji. Poziom tych kosztów nie jest naturalnie obojętny dla budżetu jednostki samorządu terytorialnego, nie bez znaczenia dla lokalnej społeczności pozostaje również jakość świadczonych usług publicznych dzięki inwestycjom samorządowym oddanym do użytku. Zrealizowane inwestycje samorządowe przyczyniają się do zmiany zasobów pieniężnych w zasoby rzeczowe, np. nowe odcinki dróg, nowe szkoły, zakłady opieki społecznej⁹.

⁸ A. Zimny: Op. cit., s. 14; A. Szlando: *Progospodarcza polityka infrastrukturalna gmin*. W: *Gospodarka lokalna w teorii i w praktyce*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 2004, s. 95.

⁹ *Gospodarka budżetowa jednostek samorządu terytorialnego*. Red. W. Mierniec, M. Jastrzębska. UNIMEX, Wrocław 2006, s. 432.

Nierozłącznym elementem istoty wydatków inwestycyjnych jednostek samorządu terytorialnego jest ich niedochodowy charakter, zatem z chwilą inicjowania inwestycji władze powinny przewidywać realne możliwości uzyskania funduszy na późniejsze utrzymanie zrealizowanych obiektów. Sposobem na odzyskanie części nakładów inwestycyjnych mogą być pobierane opłaty wieczystego użytkowania bądź opłaty adiacenckie.

Szczególnego znaczenia nabiera także problem poprawności oszacowania wydatków budżetowych oraz ich odpowiednie zhierarchizowanie i trafne podejmowanie decyzji co do kolejności realizacji wydatków. Kluczowym zadaniem przy podejmowaniu inwestycji jest słuszne wyliczenie prognozowanych dochodów, ponieważ błędy w tej materii mogą uniemożliwić racjonalne gospodarowanie środkami a co gorsza, spowodować niedoinwestowanie przedsięwzięcia, które grozi brakiem możliwości dokończenia inwestycji. W efekcie może to spowodować odpływ środków na początkowe przygotowania projektu, jego wstępną realizację i zaniechanie w oddaniu obiektu z powodu braków odpowiednich środków finansowych¹⁰.

Zadania inwestycyjne w jednostkach samorządowych można planować jedynie w sytuacji, gdy w budżecie znajduje się nadwyżka środków finansowych nad wydatkami związanymi z realizowanymi zadaniami bieżącymi. Zadania inwestycyjne przyczyniają się do podwyższania standardów życia lokalnej społeczności, jednak w przypadku problemów finansowych można z nich zrezygnować lub odłożyć ich realizację w czasie.

3. Źródła finansowania inwestycji samorządowych

System finansowania jednostek samorządu terytorialnego to ogół zasad, reguł, narzędzi i instytucji powołanych na podstawie obowiązującego prawa w celu realizacji warunków oraz środków kapitałowych pozwalających na funkcjonowanie lokalnym samorządom. Ze względu na specyfikację funkcjonowania sektora samorządowego próba dokonania ich jednolitej i uniwersalnej klasyfikacji napotyka na pewne przeszkody.

¹⁰ A. Kopańska: *Zewnętrzne źródła finansowania inwestycji jednostek samorządu terytorialnego*. Difin, Warszawa 2003, s. 29.

Przy opisie systemu finansowania kluczową rolę odgrywają narzędzia finansowania. Należy rozgraniczyć je na źródła finansowania oraz instrumenty finansowania jednostek samorządu terytorialnego. Źródła finansowania, inaczej nazywane także zasileniami, dzielimy na wewnętrzne i zewnętrzne; podział taki jest związany z kierunkiem przepływu kapitału, jego pochodzeniem lub kreowaniem. Natomiast instrumenty finansowania określają sposób postępowania, zasadę, technikę pozyskania środków na realizację zadań jednostki samorządowej. Instrumenty są wyznacznikiem źródeł finansowania: wewnętrznych, jak i zewnętrznych¹¹.

Ze względu na zakres swobody w kształtowaniu ich wysokości i stopień wykorzystania w finansowaniu przedsięwzięć inwestycyjnych, źródła dzielą się na wewnętrzne, do których należą dochody własne w formie podatków i opłat lokalnych oraz wpływów z gospodarowania mieniem komunalnym, a także źródła zewnętrzne, którymi są dochody z udziału gminy w podatkach dochodowych od osób fizycznych i prawnych, subwencja ogólna oraz różnego rodzaju dotacje. Pozabudżetowe źródła finansowania inwestycji gminnych obejmują natomiast wszystkie pozostałe środki przeznaczone na cele inwestycyjne, niestanowiące dochodów budżetowych typu pożyczki, kredyty, leasing, obligacje komunalne itp. Pozabudżetowe źródła finansowania inwestycji gminnych to także środki ze źródeł bezzwrotnych lub częściowo zwrotnych oferowane zarówno przez krajowe fundusze celowe, jak i fundusze Unii Europejskiej oraz inne instytucje międzynarodowe.

Źródła wewnętrzne oznaczają środki, które mają swoją genezę na terenie gminy: pochodzą od podmiotów gospodarczych, budżetu lokalnego lub mieszkańców. Środki te są kreowane wewnątrz systemu jednostki samorządowej. Zasilenie wewnętrzne jest generowane głównie przez działania władz samorządowych i oparte na wpływach z podatków i opłat lokalnych oraz gospodarowaniu majątkiem. Wewnętrzne źródła finansowania dają ograniczone możliwości kreowania infrastruktury ze środków własnych. Z drugiej zaś strony są niezwykle ważne przy ocenie stopnia samodzielności jednostek samorządu terytorialnego – decydują one o możliwości zaciągania przez samorząd zobowiązań finansowych potrzebnych na realizację projektów inwestycyjnych¹².

¹¹ M. Dylewski: *Finanse samorządowe. Narzędzia, decyzje, procesy*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 71-73.

¹² W. Misterek: *Zewnętrzne źródła finansowania działalności inwestycyjnej jednostek samorządu terytorialnego*. Difin, Warszawa 2008, s. 87.

Tabela 1

Nominalne dochody własne i wydatki majątkowe

Gminy	Dochody własne – w zł na 1 mieszkańca						Wydatki majątkowe – w zł na 1 mieszkańca					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Bielsko-Biała	1 441	1 565	1 813	2 026	2 296	2 593	449	548	492	599	939	1 433
Bytom	1 120	1 128	1 313	1 470	1 937	1 590	56	77	107	324	597	682
Chorzów	1 280	1 292	1 400	1 769	1 802	1 784	126	149	315	323	354	329
Częstochowa	1 059	1 410	1 541	1 703	1 652	1 664	201	549	684	643	574	565
Dąbrowa Górnicza	1 921	1 945	2 049	2 374	2 718	2 416	383	425	357	321	398	481
Gliwice	1 760	1 937	1 999	2 599	2 573	2 471	250	517	619	1 009	894	637
Jastrzębie-Zdrój	1 164	1 342	1 454	1 639	1 992	2 179	288	462	347	348	209	240
Jaworzno	1 282	1 440	1 603	1 938	2 229	2 143	137	220	589	700	1 141	1 017
Katowice	1 812	2 016	2 186	2 681	2 831	3 038	734	745	993	717	923	1 168
Mysłowice	1 358	1 424	1 603	3 100	1 837	1 752	185	363	436	393	479	212
Piekary Śląskie	985	1 255	1 336	1 316	1 502	1 565	105	209	358	101	316	488
Ruda Śląska	1 622	1 548	1 702	2 137	2 117	1 885	369	593	1 111	1 178	580	705
Rybnik	1 488	1 850	2 248	2 572	2 688	2 175	553	855	1 134	1 649	1 258	1 000
Siemianowice Śląskie	1 268	1 413	1 545	1 743	2 016	1 767	308	251	173	183	268	365
Sosnowiec	1 152	1 267	1 491	1 907	1 948	1 708	153	224	479	623	371	627
Świętochłowice	876	937	1 262	1 209	1 350	1 243	114	75	133	351	288	190
Tychy	1 321	1 499	1 740	2 252	2 786	3 045	205	282	388	650	1 720	2 491
Zabrze	1 334	1 492	1 402	1 669	1 978	2 426	422	437	395	498	1 005	2 421
Żory	847	1 001	1 304	2 068	2 556	1 819	191	224	687	1 527	1 783	869
Średnia	1 320,55	1 461,08	1 631,09	2 009,10	2 147,87	2 066,49	275,03	379,25	515,74	638,80	742,05	837,78
Odczylenie standardowe	293,09	296,19	294,96	482,29	431,60	483,03	169,67	212,76	292,61	416,30	463,10	643,26
Współczynnik zmienności – w %	22,19	20,27	18,08	24,01	20,09	23,37	61,69	56,10	56,74	65,17	62,41	76,78
Minimum	847,40	937,20	1 262,10	1 209,40	1 350,10	1 243,40	55,50	75,00	107,20	101,10	209,40	189,60
Maksimum	1 921,40	2 016,00	2 247,90	3 100,00	2 831,00	3 045,00	733,70	855,40	1 133,80	1 649,10	1 782,80	2 490,60
Maksimum-minimum	1 074,00	1 078,70	985,80	1 890,60	1 480,90	1 801,70	678,20	780,30	1 026,60	1 548,10	1 573,40	2 301,00
Współczynnik asymetrii	0,43	0,33	0,80	0,46	0,05	0,59	1,16	0,55	0,86	1,21	0,97	1,64
Dynamika średniej – rok poprzedni = 100%	–	110,64	111,64	123,18	106,91	96,21	–	137,89	135,99	123,86	116,16	112,90

Źródło: Obliczenia własne.

Tabela 2

Wskaźnik zdolności do samofinansowania inwestycji – udział wydatków majątkowych w dochodach własnych (w %)

Gminy	Lata					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Bielsko-Biała	31,15	35,03	27,16	29,57	40,91	55,25
Bytom	4,96	6,81	8,16	22,05	30,84	42,92
Chorzów	9,81	11,55	22,53	18,24	19,66	18,43
Częstochowa	18,97	38,96	44,40	37,78	34,77	33,95
Dąbrowa Górnicza	19,95	21,86	17,43	13,52	14,63	19,90
Gliwice	14,19	26,69	30,99	38,83	34,74	25,78
Jastrzębie-Zdrój	24,72	34,40	23,89	21,24	10,51	11,02
Jaworzno	10,65	15,30	36,74	36,10	51,19	47,46
Katowice	40,50	36,95	45,42	26,73	32,61	38,45
Mysłowice	13,63	25,51	27,23	12,69	26,08	12,09
Piekary Śląskie	10,63	16,66	26,83	7,68	21,06	31,16
Ruda Śląska	22,75	38,29	65,28	55,11	27,42	37,40
Rybnik	37,14	46,24	50,44	64,13	46,78	45,96
Siemianowice Śląskie	24,29	17,79	11,22	10,50	13,30	20,67
Sosnowiec	13,29	17,69	32,15	32,68	19,05	36,73
Świętochłowice	12,98	8,01	10,50	29,04	21,34	15,25
Tychy	15,52	18,80	22,29	28,84	61,74	81,79
Zabrze	31,60	29,26	28,13	29,87	50,78	99,78
Żory	22,50	22,36	52,66	73,83	69,74	47,78
Średnia	20,000	24,600	30,700	31,000	33,000	38,000
Odchylenie standardowe	9,500	11,000	14,900	17,200	16,300	22,300
Współczynnik zmienności – w %	47,710	44,630	48,490	55,550	49,380	58,700
Minimum	4,960	6,810	8,160	7,680	10,510	11,020
Maksimum	40,500	46,240	65,280	73,830	69,740	99,780
Maksimum-minimum	35,540	39,440	57,120	66,150	59,230	88,760
Współczynnik asymetrii	0,646	0,209	0,598	1,055	0,712	1,332

Źródło: Obliczenia własne.

Tabela 3

Współczynniki korelacji i granice klas

Zmienne	Granice klas			
	I	II	III	IV
2004; $r = 0,671$				
Dochody własne	847,4	1205,4	1563,4	1921,4
Wydatki majątkowe	55,5	281,6	507,6	733,7
2005; $r = 0,783$				
Dochody własne	937,2	1296,8	1656,4	2016,0
Wydatki majątkowe	75,0	335,1	595,3	855,4
2006; $r = 0,627$				
Dochody własne	1262,1	1590,7	1919,3	2247,9
Wydatki majątkowe	107,2	449,4	791,6	1133,8
2007; $r = 0,445$				
Dochody własne	1209,1	1839,6	2469,8	3100,0
Wydatki majątkowe	101,1	617,1	1133,1	1649,1
2008; $r = 0,666$				
Dochody własne	1350,1	1843,7	2337,4	2831,0
Wydatki majątkowe	209,4	733,9	1258,3	1782,8
2009; $r = 0,685$				
Dochody własne	1243,4	1843,9	2444,5	3045,0
Wydatki majątkowe	189,6	956,6	1723,6	2490,6

Źródło: Obliczenia własne.

Kolejnym etapem badania było zbudowanie dziewięciopolowej macierzy pozycji zajmowanej przez każdą gminę ze względu na poziomy obydwu zmiennych: dochodów własnych (oś odciętych) oraz wydatków majątkowych (oś rzędnych). Z podzielenia rozstępów obydwu zmiennych na trzy równe części otrzymano długość tzw. interwału podziału. Dodając go do minimalnej wielkości, stanowiącej dolną granicę pierwszej klasy, otrzymano górną granicę tej klasy podziału osi zmienności. Górna granica drugiej klasy podziału powstała przez dodanie interwału do poprzednio otrzymanej granicy. Górna granicą trzeciej klasy jest najwyższa wartość każdej ze zmiennych. Wyprowadzenie z tak utworzonych punktów-granic przedziałów linii równoległych do osi współrzędnych utworzy szachownicę dziewięciopolową – macierz pozycji gminy ze względu na obydwie zmienne diagnostyczne, co przedstawiono

na rysunku 1. Pola zmienności każdej zmiennej wyznaczają maksymalną i minimalną jej wartość. W tabeli 3 zamieszczono wszystkie granice przedziałów odpowiadające kombinacjom par zmiennych.

WYDATKI MAJĄTKOWE – w zł/mieszk				
AKTYWNA INWESTYCYJNIE	AC	AB	AA	DOCHODY WŁASNE w zł/mieszk.
	BC	BB	BA	
	CC	CB	CA	
		NISKA	ŚREDNIA ZASOBNOŚĆ DOCHODOWA	WYSOKA

Rys. 1. Macierz pozycji gminy

Na podstawie tych granic można dla każdego z badanych lat utworzyć macierz pozycji gminy. Na osi odciętych powstały klasy gmin z niską zasobnością dochodową (klasa C), średnią (klasa B) i wysoką (klasa A), natomiast na osi rzędnych: z niską (klasa C), przeciętną (klasa B) oraz wysoką skłonnością do inwestowania (klasa A). Taka dwuliterowa para, z których pierwsza litera jest przypisana efektom, czyli wydatkom majątkowym, a druga poziomowi dochodów własnych pozwoli nam przedstawić ścieżki kierunku skłonności do inwestowania każdej gminy w zależności od osiągniętych dochodów własnych.

Wzajemne kombinacje par tych klas stworzyły, wspomnianą wcześniej, dziewięciopolową szachownicę, z polami odpowiadającymi różnym sytuacjom dochodowo-wydatkowym gmin. Wydaje się, że za przypadki „normalne” można uznać te, które wyznaczają pola na przekątnej macierzy:

$$CC \Rightarrow BB \Rightarrow AA$$

gdzie:

CC – niskie wydatki inwestycyjne przy niskich dochodach własnych,

BB – przeciętna skłonność do inwestowania i przeciętna zasobność dochodowa,

AA – wysoka skłonność do ponoszenia wydatków inwestycyjnych i bardzo dobra sytuacja dochodowa,

Szczególnie interesujące wydają się być sytuacje odpowiadające polom leżącym nad oraz pod klasami wyznaczonymi omówioną linią:

- klasa AC grupuje gminy o bardzo wysokiej aktywności inwestycyjnej oraz niskim poziomie dochodów własnych,
- w klasie AB znajdują się gminy z wysoką skłonnością do inwestowania i o przeciętnych dochodach,
- klasę BC tworzą gminy z przeciętną skłonnością do inwestowania i z niskimi dochodami własnymi,
- do klasy CA należą te miasta-powiaty grodzkie, których aktywność inwestycyjna, pomimo wysokich dochodów własnych, jest niewielka,
- klasę BA reprezentują gminy z umiarkowaną skłonnością do inwestowania i wysokimi dochodami,
- do klasy CB należą te miasta, które na inwestycje przeznaczają niewielkie kwoty pomimo dobrej sytuacji dochodowej.

Wyniki klasyfikacji przedstawiono w tabelach 4 i 5.

Tabela 4

Klasy przynależności gmin

GMINY	Lata						Ile razy klasa skłonności do inwestowania jest od klasy dochodów własnych		
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	wyższa	równa	niższa
Bielsko-Biała	BB	BB	BB	CB	BB	BA	0	4	2
Bytom	CC	CC	CC	CC	CB	CC	0	5	1
Chorzów	CB	CC	CC	CC	CC	CC	0	5	1
Częstochowa	CC	BB	BC	CC	CC	CC	1	5	0
Dąbrowa Górnicza	BA	BA	CA	CB	CA	CB	0	0	6
Gliwice	CA	BA	BA	BA	BA	CB	0	0	6
Jastrzębie-Zdrój	BC	BB	CC	CC	CB	CB	1	3	2
Jaworzno	CB	CB	BB	BB	AB	BB	1	3	2
Katowice	AA	AA	AA	BA	BA	BA	0	3	3
Mysłowice	CB	BB	BB	CA	CC	CC	0	4	2
Piekary Śląskie	CC	CC	CC	CC	CC	CC	0	6	0
Ruda Śląskie	BA	BB	AB	AB	CB	CB	2	1	3
Rybnik	AB	AA	AA	AA	BA	BB	1	4	1
Siemianowice Śląskie	BB	CB	CC	CC	CB	CC	0	4	2
Sosnowiec	CC	CC	BC	BB	CB	CC	1	4	1
Świętochłowice	CC	CC	CC	CC	CC	CC	0	6	0
Tychy	CB	CB	CB	BB	AA	AA	0	3	3
Zabrze	BB	BB	CC	CC	BB	AB	1	5	0
Żory	CC	CC	BC	AB	AA	CC	2	4	0
Razem							10	69	35
w %							8,77	60,53	30,70

Źródło: Obliczenia własne.

Tabela 5

Krotność wystąpienia klas

Wyszczególnienie	Ile razy	%
AA	9	7,89
AB	6	5,26
AC	0	0,00
BA	12	10,53
BB	19	16,67
BC	4	3,51
CA	4	3,51
CB	19	16,67
CC	41	35,96
Razem	114	100,00

Źródło: Obliczenia własne

Podsumowanie

Przeprowadzone badania uprawniają autora do sformułowania następujących wniosków i podzielenia się spostrzeżeniami:

1. Z roku na rok systematycznie wzrastał średni poziom nominalnych dochodów własnych oraz wydatków majątkowych dla badanych 19 miast; wyjątkowy był jedynie 2009 r. – średnia z dochodów własnych była wówczas niższa od tej z roku 2008 (tabela 1). Średniej z wydatków majątkowych ten spadek nie objął – była ona wyższa o prawie 13%. Poniesione przez gminy wydatki majątkowe musiały być zatem w tym roku w znacznie większym stopniu sfinansowane z innych źródeł niż dochody własne. Niewątpliwie dużo większą rolę musiały odegrać środki unijne.
2. O ile między rokiem 2004 a 2009 średnia dochodów własnych powiększyła się o 56%, to średnia z wydatków majątkowych wzrosła w tym okresie o ponad 200%. Obliczając indeksy o zmiennej podstawie łatwo można się również przekonać, że wielkość zmian oraz jej międzyokresowe zróżnicowania w poszczególnych miastach były znacznie większe (większa nieregularność) dla wydatków majątkowych (niejednokrotnie wzrost przewyższał 200%) niż dla dochodów własnych (nie więcej niż 100%).

3. Osiągane dochody własne we wszystkich latach były czynnikiem znacznie mniej różnicującym badane 19 miast niż wydatki majątkowe – w pierwszym przypadku współczynniki zmienności oscylowały wokół 20%-24%, podczas gdy w drugim przewyższały wielkość 56%, a w roku 2009 osiągnęły nawet poziom 76,78%. Ostatnia wielkość jest dowodem na bardzo duże różnice między osiąganymi przez gminy poziomami wydatków majątkowych w ostatnim roku badanego okresu.
4. W każdym z badanych lat współczynniki asymetrii były dodatnie, co świadczy o asymetrii prawostronnej. Jednakże dla dochodów własnych otrzymane wielkości we wszystkich okresach były niższe od tych dla wydatków majątkowych. Stan taki wskazuje, że przewaga liczebna miast z poziomami niższymi od średniej nad pozostałymi w przypadku dochodów własnych była znacznie słabsza niż dla wydatków majątkowych. Także te wyniki zaświadczać o większych międzygminnych kontrastach w przypadku skłonności do inwestowania niż dla zasobności finansowej. Potwierdza to o znaczącym wpływie na poziom skłonności do inwestowania innych czynników niż dochody własne (tabela 2).
5. Obliczone współczynniki korelacji Pearsona zaświadczać o istnieniu dość silnego, wyraźnego dodatniego związku prostoliniowego zachodzącego między uwzględnionymi przez nas w badaniach zmiennymi – pięciokrotnie przyjmowały one wielkości z przedziału 0,65-0,80. Oznacza to, że na ogół ze wzrostem poziomu dochodów własnych zwiększa się w miastach-powiatach grodzkich skłonność do inwestowania.
6. Znacznie odbiega od tych wielkości jedynie współczynnik korelacji z roku 2007 – $r = 0,445$. Tak niska wartość może być efektem nietypowej w tym roku obserwacji jaką zanotowano w Mysłowicach: dochody własne 3100 zł i wydatki majątkowe rzędu 393,3 zł. Ten bardzo wysoki dochód – efekt sprzedaży przez miasto ok. 10 ha „dobrze położonej” działki, na której zlokalizowano centrum logistyczno-magazynowe, znacząco odbiegał od dochodów w pozostałych miastach, co sprawiło, że wzrósł rozrzut punktów względem linii regresji.
7. Klasy „jednoimienne” (AA, BB, CC) zdecydowanie dominowały nad pozostałymi (69 spośród 114 możliwych sytuacji, czyli 60,53%) – stany takie można uznać za poniekąd normalne, typowe: gminy z niskimi (odpowiednio: średnimi i wysokimi) dochodami własnymi wykazują się niską (odpowiednio: przeciętną, wysoką) skłonnością do inwestowania.

8. Wśród tych „jednoimiennych” klas zdecydowanie przeważały te, które odpowiadały niskim dochodom własnym i z niewielkimi wydatkami majątkowymi (klasa CC – 41 przypadków). Dotyczy to przede wszystkim takich miast, jak: Piekary Śląskie, Świętochłowice (rocznie), Chorzów i Bytom (pięciokrotnie).
9. Trzydzieści pięć razy (ponad 30% przypadków) odnotowano sytuacje, gdy klasa odpowiadająca za skłonności do inwestowania była niższa od klasy dochodowej, co oznacza, że sytuacja dochodowa tych miast była na tyle korzystna, że uprawniała je do ponoszenia znacznie wyższych wydatków majątkowych niż to miało miejsce (klasy: CB, CA, BA). We wszystkich latach sytuację taką zaobserwowano w Gliwicach i Dąbrowie Górniczej, natomiast trzykrotnie w Katowicach, Rudzie Śląskiej i Tychach; w innych miastach sporadycznie.
10. Klasę CA tworzą miasta, gdy w niektórych latach osiągały one ponadprzeciętne dochody własne, lecz wydatki majątkowe przyjmowały niskie poziomy (Dąbrowa Górnicza – dwukrotnie, Mysłowice i Gliwice – jeden raz).
11. Znacznie częstsze były przypadki przynależności do klasy CB – niska skłonność do inwestowania przy dobrej sytuacji dochodowej – 19 przypadków. Tylko w Tychach było tak trzykrotnie – w latach 2004-2006; w kilku innych dwukrotnie (Jaworzno, Dąbrowa Górnicza, Jastrzębie-Zdrój, Ruda Śląska, Siemianowice Śląskie).
12. Klasę AA – wysoki poziom skłonności przy wysokich dochodach – w różnych latach reprezentowały Katowice (lata 2004-2006), Rybnik (lata 2005-2007), Tychy (lata 2008-2009) oraz Żory (2008).
13. Zaledwie dziesięciokrotnie wystąpiła sytuacja, gdy klasa skłonności do inwestowania przewyższała klasę dochodów własnych – dwukrotnie w Żorach i Rudzie Śląskiej, jeden raz w Częstochowie, Jastrzębiu-Zdroju, Jaworznie, Rybniku, Sosnowcu i Zabrze. Należy domniemywać, że wymienione miasta swoją wysoką skłonność do inwestowania „sfinansowały” w znacznej mierze ze środków zewnętrznych. Z innych badań autora wynika, że właśnie te miasta w największym stopniu korzystały ze środków zagranicznych.
14. Rybnik jest tym miastem, w którym liczba okresów z wysoką aktywnością inwestycyjną była większa od liczby okresów z przeciętną lub niską skłonnością do inwestowania.

15. Gminami, dla których większość lat to okresy z niską skłonnością do inwestowania, są: Bytom, Chorzów, Częstochowa, Dąbrowa Górnicza, Jas-trzębie-Zdrój, Mysłowice, Jaworzno, Piekary Śląskie, Świętochłowice, Sosnowiec, Siemianowice Śląskie. Specyficzne dla tych miast jest ponoszenie skutków transformacji długoletniej przemysłowej monokultury i konieczności dostosowania się do odmiennej od dotychczasowej sytuacji gospodarczej kraju i regionu.
16. Wysoki poziom skłonności do inwestowania przy średnich dochodach własnych w przypadku Rudy Śląskiej (lata 2006 i 2007) oraz Zabrze (2009) jest efektem korzystania z wysokich dotacji z budżetu państwa do zadania „po-nadgminnego”, jakim jest budowa Drogowej Trasy Średnicowej. We wcześniejszych latach z podobnych funduszy korzystały Katowice, Świętochłowice i Chorzów. Miasta te stały się beneficjentami udroźnienia infrastruktury transportowej aglomeracji górnośląskiej – skorzystały zatem z czegoś, co autor nazywa „rentą dobrego położenia”.

Przystąpienie Polski do Unii Europejskiej wpłynęło na zmianę warunków inwestowania w kraju; znacznie poszerzyły się możliwości lokowania wolnych środków finansowych, pojawiły się nowe źródła finansowania w formie funduszy unijnych, ukierunkowanych głównie na wsparcie kapitałochłonnych inwestycji infrastrukturalnych. Zmieniły się również uwarunkowania prawne, w jakich funkcjonują samorządy oraz podmioty gospodarcze. W tej nowej sytuacji dochody własne stały się dla wielu jednostek samorządu terytorialnego tylko jednym z możliwych, ale już niekoniecznie najważniejszym źródłem, z którego można było zasilać inwestycje gminne. Nie powinno zatem dziwić niezbyt silne skorelowanie poziomu wydatków majątkowych oraz dochodów własnych. Posiadanie odpowiedniego poziomu dochodów własnych jest jednak niezbędnym warunkiem dla uzyskania kredytu, pożyczki lub środków na pre-finansowanie inwestycji.

**SELF-GENERATED INCOMES AND CHANGES IN TENDENCES
TO INVESTMENT ON THE EXAMPLE OF THE CITIES ACTING
AS COUNTIES OF SILESIAN VOIVODSHIP**

Summary

The author focused in the paper on assessment whether there is time-dependent relationship between incomes and tendency to investments of 19 communes acting as counties (powiaty) in Silesian voivodship. Presented results of research correspond with previous analyses of the author whose scope included big cities of Silesian voivodship and – in separate research – other communes of this voivodship. Applied methodology of research is based on basic statistical measures of average, dispersion and correlation and on the so called non-symmetric matrix of commune's range, which allows to indicate the direction in which the tendency to investments follows.

Karina Kuczowic

DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA W PODMIOTACH GOSPODARCZYCH W POLSCE ORAZ ŹRÓDŁA JEJ FINANSOWANIA W LATACH 2005-2008

Wstęp

Poziom działalności inwestycyjnej przedsiębiorstwa jest jednym z wyznaczników jego rozwoju. Podobnie wielkość nakładów inwestycyjnych w skali kraju nie tylko opisuje aktualny stan gospodarki, ale jest też wskaźnikiem umożliwiającym prognozowanie rozwoju gospodarki w latach następnych. Wszak inwestycje tworzą materialną i finansową¹ bazę działalności podmiotów gospodarczych w kolejnych latach. Z tego powodu niezbędne jest prowadzenie bieżących analiz działalności inwestycyjnej funkcjonujących w kraju podmiotów gospodarczych.

Prowadzone przez autorkę niniejszej pracy kilkunastoletnie już badania nad działalnością inwestycyjną podmiotów gospodarczych w Polsce wskazują nie tylko na współzależność tej sfery aktywności jednostek gospodarczych z makrowskaźnikami rozwoju gospodarczego kraju, ale też na stopniową zmianę podejścia przedsiębiorców do polityki inwestycyjnej². Niniejsza praca prezentuje kolejny etap analizy działalności inwestycyjnej podmiotów prowadzących działalność gospodarczą w Polsce.

¹ W przypadku inwestycji finansowych.

² Wyniki tych badań prezentowane są m.in. w: K. Kuczowic: *Z badań nad finansowaniem nakładów inwestycyjnych w podmiotach gospodarczych Polski w latach 1991-1999*. W: *Współczesne trendy inwestowania rzeczowego i finansowego*. Red. H. Henzel. Studia Ekonomiczne, nr 24, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2002; K. Kuczowic, *Finansowanie działalności inwestycyjnej w podmiotach gospodarczych w Polsce w latach 2000-2004*. W: *Decyzje w działalności inwestycyjnej. Uwarunkowania, metody, efekty*. Red. H. Henzel. Studia Ekonomiczne, nr 44, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2007.

Przeprowadzone badania³ obejmują lata 2005-2008 i skupiają się na dwóch parametrach opisujących działalność inwestycyjną podmiotów – dynamice nakładów inwestycyjnych (które są wyznacznikiem aktywności inwestycyjnej podmiotów) oraz strukturze finansowania inwestycji. Badania przeprowadzono na podstawie danych publikowanych przez GUS⁴. Celem badań była weryfikacja hipotez o zwiększającej się skłonności polskich przedsiębiorców do podejmowania inwestycji finansowych oraz o ich tendencji do ograniczania długu w finansowaniu działalności rozwojowej. Tendencje takie można było zauważyć w trakcie poprzednich etapów badań. Należy zauważyć, że okres badań obejmuje ostatnie lata szczytowego rozwoju gospodarki światowej i pierwsze lata kryzysu mającego swe źródło w systemie bankowym. W polskiej gospodarce kryzys ten zaznaczył się z pewnym opóźnieniem dopiero w 2008 r., przy czym istotne jego skutki objawiły się tutaj dopiero w roku 2009, którego nie objęły prezentowane badania.

Badania przeprowadzono na podstawie danych statystycznych GUS dla podmiotów gospodarczych z liczbą pracujących przekraczającą 49 osób. Dane statystyczne dotyczące nakładów na środki trwałe, długoterminowe aktywa finansowe oraz wartości niematerialne i prawne oraz źródła ich finansowania zostały ujęte według sektorów własności w podziale na:

- sektor publiczny – grupujący własność państwową (Skarbu Państwa i państwowych osób prawnych), własność jednostek samorządu terytorialnego oraz „własność mieszaną” z przewagą kapitału (mienia) podmiotów sektora publicznego,
- sektor prywatny – grupujący własność prywatną krajową (osób fizycznych i pozostałych jednostek prywatnych), własność zagraniczną (osób zagranicznych) oraz „własność mieszaną” z przewagą kapitału (mienia) podmiotów sektora prywatnego i brakiem przewagi sektorowej w kapitale (mieniu) podmiotu⁵.

³ Metodyka obecnych badań nie została zmieniona, co pozwala na porównanie ich wyników z wynikami poprzednich etapów badań.

⁴ *Środki trwałe w gospodarce narodowej w 2008 roku*. GUS, Warszawa 2009; *Środki trwałe w gospodarce narodowej w 2007 roku*. GUS, Warszawa 2008; *Środki trwałe w gospodarce narodowej w 2006 roku*. GUS, Warszawa 2007; *Środki trwałe w gospodarce narodowej w 2005 roku*. GUS, Warszawa 2006.

⁵ *Środki trwałe w gospodarce narodowej w 2008 roku*. GUS, Warszawa 2009, s. 12.

Podobnie jak we wcześniejszych opracowaniach autorki, pojęcie inwestycji jest rozumiane szerzej niż wynika to z ustawy o rachunkowości⁶. Biorąc pod uwagę podstawowy podział inwestycji⁷, w opracowaniu przyjęto następujące kierunki inwestowania podmiotów gospodarczych:

- inwestycje rzeczowe – jako przejaw inwestowania rzeczowego przyjęto ponoszenie nakładów na środki trwałe,
- inwestycje finansowe – jako przejaw inwestowania finansowego przyjęto ponoszenie nakładów na długoterminowe aktywa finansowe,
- inwestowanie w wartości niematerialne i prawne.

1. Aktywność inwestycyjna badanych podmiotów gospodarczych w latach 2005-2008

Z danych GUS wynika, iż nakłady na środki trwałe⁸ w badanej grupie podmiotów gospodarczych w kolejnych latach omawianego okresu systematycznie rosły (rysunek 1). Jednakże biorąc pod uwagę klasyfikację podmiotów gospodarczych według sektora własności, do którego przynależą, zauważa się pewne różnice. W podmiotach gospodarczych sektora publicznego nastąpił spadek nakładów na środki trwałe w 2006 r. (rysunek 2). W kolejnych latach nakłady te były już znacznie wyższe. Spadek nakładów na środki trwałe podmiotów gospodarczych sektora publicznego był konsekwencją spadku tychże

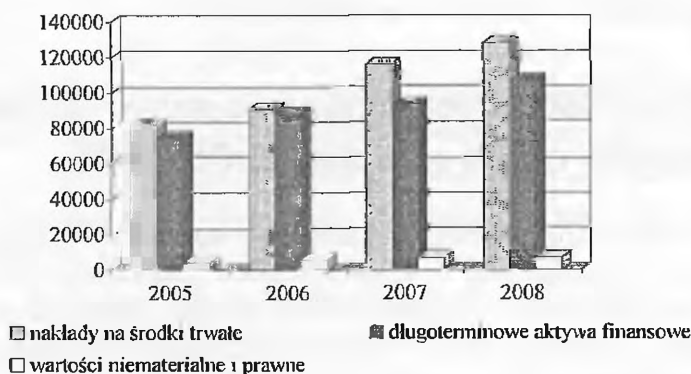
⁶ Zgodnie z ustawą o rachunkowości pod pojęciem inwestycji rozumie się „[...] aktywa posiadane w celu osiągnięcia korzyści ekonomicznych wynikających z przyrostu wartości tych aktywów, uzyskania przychodów w formie odsetek, dywidend (udziałów w zyskach) lub innych pożytków, w tym również z transakcji handlowych, a w szczególności aktywa finansowe oraz te nieruchomości i wartości niematerialne i prawne, które nie są użytkowane przez jednostkę, lecz są posiadane przez nią w celu osiągnięcia tych korzyści”. Ustawa o rachunkowości definiuje zatem inwestycje wąsko – dotyczy to zwłaszcza nieruchomości. Zgodnie z powyższą definicją mogą one być zaliczane do inwestycji, o ile zostały nabyte w celu osiągnięcia korzyści z najmu lub dzierżawy czy też z tytułu wzrostu ich wartości rynkowej. W takim ujęciu inwestycją nie jest zakup, budowa lub wytworzenie środka trwałego, co w prezentowanym opracowaniu jest traktowane jako inwestycja rzeczowa.

⁷ Zob. m.in. *Inwestycje rzeczowe i kapitałowe*. Red. J. Różański. Difin, Warszawa 2006, s. 14.

⁸ „Nakłady na środki trwałe są to nakłady na:

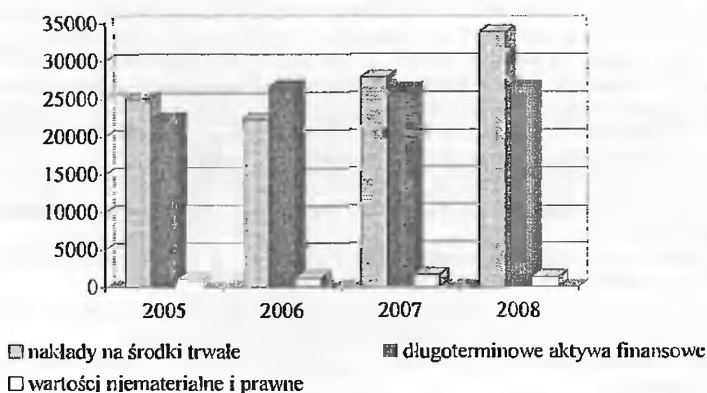
- budynki i budowle (obejmują budynki i lokale oraz obiekty inżynierii lądowej i wodnej), w tym m.in. roboty budowlano-montażowe, dokumentacje projektowo-kosztorysowe),
- maszyny, urządzenia techniczne i narzędzia (łącznie z przyrządami, ruchomościami i wyposażeniem),
- środki transportu,
- inne, tj.: melioracje szczegółowe, koszty ponoszone przy nabyciu gruntów i używanych środków trwałych, oraz inwentarz żywy (stado podstawowe) i zasadzenia wieloletnie, a ponadto odsetki od kredytów i pożyczek inwestycyjnych za okres realizacji inwestycji (uwzględnione wyłącznie w danych wyrażonych w cenach bieżących), z wyjątkiem odsetek nieuwzględnionych w wartości nakładów na środki trwałe przez podmioty stosujące Międzynarodowe Standardy Rachunkowości (MSR), wprowadzone od 1 I 2005 r.”; za: *Środki trwałe w gospodarce narodowej w 2008 roku*. GUS, Warszawa 2009, s. 7.

nakładów w grupie podmiotów zaliczanych do własności państwowej. Natomiast w pozostałych grupach podmiotów gospodarczych zaliczanych do sektora publicznego nakłady na środki trwałe wzrastały w każdym roku. W sektorze prywatnym jedynie w spółdzielniach w 2008 r. odnotowano spadek nakładów na środki trwałe w porównaniu z rokiem poprzednim, w pozostałych grupach podmiotów gospodarczych zaliczanych do sektora prywatnego, tak jak w całym sektorze, nakłady na środki trwałe w kolejnych latach rosły (rysunek 3).



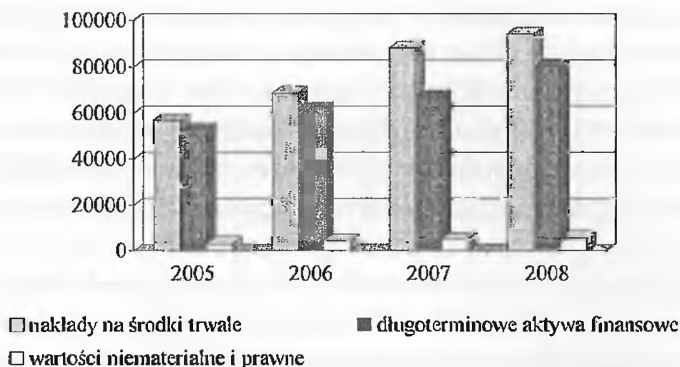
Rys. 1. Nakłady na środki trwałe, długoterminowe aktywa finansowe oraz wartości niematerialne i prawne w badanych podmiotach gospodarczych (ogółem) w latach 2005-2008 (w mln zł)

Źródło: Na podstawie: *Środki trwałe w gospodarce narodowej w 2008 roku*. GUS, Warszawa 2009; *Środki trwałe w gospodarce narodowej w 2007 roku*. GUS, Warszawa 2008; *Środki trwałe w gospodarce narodowej w 2006 roku*. GUS, Warszawa 2007; *Środki trwałe w gospodarce narodowej w 2005 roku*. GUS, Warszawa 2006.



Rys. 2. Nakłady na środki trwałe, długoterminowe aktywa finansowe oraz wartości niematerialne i prawne w badanych podmiotach gospodarczych sektora publicznego w latach 2005-2008 (w mln zł)

Źródło: Ibid.



Rys. 3. Nakłady na środki trwałe, długoterminowe aktywa finansowe oraz wartości niematerialne i prawne w badanych podmiotach gospodarczych sektora prywatnego w latach 2005-2008 (w mln zł)

Źródło: Ibid.

Wśród nakładów na środki trwałe zarówno w podmiotach gospodarczych sektora publicznego, jak też sektora prywatnego dominowały nakłady przeznaczone na nowe środki trwałe i ulepszenie istniejących. Z danych GUS wynika, iż w nieco większym stopniu inwestowano w nowe środki trwałe i ulepszenie istniejących w podmiotach gospodarczych sektora publicznego. W przypadku podmiotów gospodarczych sektora prywatnego wskaźnik udziału nakładów na nowe środki trwałe i ulepszenie istniejących w ogólnej kwocie nakładów na środki trwałe przekroczył 90% dopiero w 2008 r. W latach 2005-2008 ze wszystkich badanych podmiotów gospodarczych najniższy wskaźnik tego rodzaju posiadały spółdzielnie – w latach 2006-2008 kształtował się poniżej 80%.

Z porównania danych dotyczących nakładów na środki trwałe oraz długoterminowych aktywów finansowych wynika, iż w omawianym okresie w badanych podmiotach gospodarczych ogółem nakłady na środki trwałe były wyższe od długoterminowych aktywów finansowych. Występowały jednak istotne różnice pomiędzy podmiotami gospodarczymi sektora publicznego i prywatnego. W sektorze publicznym w grupie podmiotów gospodarczych stanowiących własność państwową w 2006 r. nakłady na długoterminowe aktywa finansowe przewyższały nakłady na środki trwałe. W grupie podmiotów gospodarczych stanowiących własność mieszaną z przewagą sektora publicznego w latach 2005-2008 nakłady na długoterminowe aktywa finansowe były wyższe

od nakładów poniesionych na środki trwałe, a różnice pomiędzy tymi wielkościami były znaczące. Natomiast w przypadku podmiotów gospodarczych będących własnością jednostek samorządu terytorialnego sytuacja była odwrotna – nakłady na długoterminowe aktywa finansowe były niewielkie w stosunku do nakładów na środki trwałe ponoszone przez te podmioty gospodarcze. Jednostki o proveniencji samorządowej realizują bowiem zadania o charakterze publicznym, co z natury rzeczy nie powinno być realizowane poprzez inwestycje finansowe.

W sektorze prywatnym w grupie podmiotów gospodarczych stanowiących własność krajową w latach 2005-2006 przeważały nakłady na długoterminowe aktywa finansowe, w kolejnych latach sytuacja się zmieniła. W przypadku spółdzielni (podobnie jak to miało miejsce w grupie podmiotów gospodarczych stanowiących własność jednostek samorządu terytorialnego) długoterminowe aktywa finansowe były niewielkie w stosunku do nakładów ponoszonych na środki trwałe. Również w grupie podmiotów gospodarczych zaliczanych do własności prywatnej zagranicznej przeważały nakłady na środki trwałe, jednakże nie były to tak duże różnice jak w przypadku spółdzielni. Natomiast w grupie podmiotów gospodarczych będących przedstawicielami własności mieszanej z przewagą sektora prywatnego w latach 2005-2006 przeważały nakłady na środki trwałe. W kolejnych latach tendencja się zmieniła. Mimo odmiennych zachowań poszczególnych grup podmiotów gospodarczych w sektorze prywatnym w omawianym okresie odnotowano przewagę nakładów na środki trwałe.

Podobnie jak nakłady na środki trwałe, również nakłady na długoterminowe aktywa finansowe badanej grupy podmiotów gospodarczych (ogółem) w latach 2005-2008 wzrosły, przy czym nie był to aż tak wysoki wzrost, jak w przypadku nakładów na środki trwałe. W podmiotach gospodarczych sektora publicznego w latach 2006-2008 odnotowano co prawda wzrost nakładów na aktywa długoterminowe w porównaniu z 2005 r., jednakże należy zwrócić uwagę, iż wartość ich utrzymywała się w kolejnych latach mniej więcej na tym samym poziomie. W grupie podmiotów gospodarczych stanowiących własność państwową znaczny spadek nakładów na długoterminowe aktywa finansowe wystąpił w 2008 r. W grupie podmiotów gospodarczych będących własnością jednostek samorządu terytorialnego nastąpił wzrost nakładów w tym obszarze, zaś w przypadku grupy podmiotów gospodarczych stanowiących własność mieszaną z przewagą sektora publicznego w 2007 r. nastąpił spadek tych nakładów, by w kolejnym roku znacznie wzrosnąć.

O ile w podmiotach sektora publicznego, z racji unormowań prawnych, a często też uwarunkowań politycznych lub społecznych, inwestycje w aktywa finansowe podlegają niekiedy ograniczeniom, w sektorze prywatnym stają się one w ostatnich latach coraz częściej głównym lub co najmniej ważnym czynnikiem rozwoju. W latach 2005-2008 w sektorze tym odnotowano wzrost nakładów na długoterminowe aktywa finansowe, przy czym stały wzrost w całym okresie można obserwować jedynie w grupie podmiotów gospodarczych zaliczanych do własności prywatnej krajowej. W pozostałych grupach podmiotów gospodarczych sytuacja przedstawiała się różnie. I tak w spółdzielniach w latach 2005-2007 nastąpił wzrost nakładów na długoterminowe aktywa finansowe, natomiast w 2008 r. można zaobserwować niewielki spadek w porównaniu z rokiem poprzednim. W przypadku podmiotów gospodarczych stanowiących własność prywatną zagraniczną wielkość nakładów na długoterminowe aktywa finansowe w 2006 r. wzrosła o 42,3% w porównaniu z rokiem poprzednim. W 2007 r. wartość tychże nakładów stanowiła 70,2% nakładów na te aktywa z 2006 r. W 2008 r. wartość nakładów na aktywa finansowe ponownie wzrosła, i to dość znacznie, bo o 55,1%. Natomiast w ostatniej z wymienionych grup podmiotów gospodarczych sektora prywatnego (własność mieszana z przewagą sektora prywatnego) spadek nakładów na długoterminowe aktywa finansowe nastąpił w 2006 r. (w stosunku do roku poprzedniego). W następnych latach wystąpił znaczny wzrost nakładów na długoterminowe aktywa finansowe. W 2007 r. wartość tych nakładów była ponad dwukrotnie wyższa w porównaniu z rokiem 2006.

Z danych statystycznych dotyczących wszystkich badanych podmiotów gospodarczych wynika, iż w latach 2005-2008 nastąpił wzrost nakładów na wartości niematerialne i prawne. Natomiast w poszczególnych grupach podmiotów gospodarczych sytuacja była zróżnicowana. W podmiotach gospodarczych sektora publicznego w latach 2005-2007 występował wzrost tych nakładów. W 2008 r. nastąpił spadek nakładów na wartości niematerialne i prawne w porównaniu z rokiem poprzednim. Podobnie sytuacja przedstawiała się w grupach podmiotów gospodarczych stanowiących własność państwową oraz własność mieszaną z przewagą sektora publicznego. W omawianym okresie stały wzrost nakładów na wartości niematerialne i prawne w sektorze publicznym odnotowano jedynie w grupie podmiotów będących własnością jednostek samorządu terytorialnego. W sektorze prywatnym obserwuje się wzrost nakładów na wartości niematerialne i prawne we wszystkich latach. Ta sama tendencja wystąpiła w przypadku grupy podmiotów gospodarczych zaliczanych do własności pry-

watnej krajowej. W spółdzielniach natomiast w latach 2006 i 2008 można obserwować niewielkie spadki nakładów na wartości niematerialne i prawne, a w 2007 r. ich wzrost. W podmiotach gospodarczych stanowiących własność mieszaną z przewagą sektora prywatnego po wzroście nakładów na wartości niematerialne i prawne w latach 2005-2007 nastąpił ich spadek.

2. Finansowanie działalności inwestycyjnej w badanych podmiotach gospodarczych w latach 2005-2008

W latach 2005-2008 środki trwałe w badanych podmiotach gospodarczych (ogółem) były finansowane głównie ze środków własnych (tabele 1 i 2). Udział środków własnych w finansowaniu nakładów na środki trwałe wynosił ponad 70%. Innym istotnym źródłem finansowania tychże nakładów był kredyt bankowy krajowy. Począwszy od roku 2006, jego udział w strukturze finansowania nakładów na środki trwałe wyraźnie wzrósł, co nastąpiło jednocześnie ze spadkiem znaczenia w tej strukturze tzw. innych środków (w tym z funduszy celowych). Zdecydowanie mniejsze znaczenie miały pozostałe źródła finansowania tej działalności.

Tabela 1

Finansowanie nakładów na środki trwałe w badanych podmiotach gospodarczych (ogółem)
w latach 2005-2008 (w mln zł)

Źródła finansowania \ Rok	2005	2006	2007	2008
Środki własne inwestora	60 157,1	68 188,6	83 212,8	93 289,1
Środki budżetowe	1 985,0	2 738,7	3 395,1	3 141,3
Kredyt bankowy krajowy	6 180,7	10 393,7	14 711,4	14 736,6
Środki z zagranicy (razem)	3 787,8	3 903,7	6 772,5	7 644,5
w tym kredyt bankowy	1 610,1	1 354,2	2 482,6	2 964,5
Inne źródła*	5 725,8	1 773,0	3 512,5	3 844,0
Nakłady niesfinansowane**	4 105,5	3 948,8	4 318,7	5 202,9

* Dane obejmują fundusze celowe.

** Roboty w toku, faktury niezapłacone.

Źródło: Na podstawie: *Środki trwałe w gospodarce narodowej w 2008 roku*. GUS, Warszawa 2009; *Środki trwałe w gospodarce narodowej w 2007 roku*. GUS, Warszawa 2008; *Środki trwałe w gospodarce narodowej w 2006 roku*. GUS, Warszawa 2007; *Środki trwałe w gospodarce narodowej w 2005 roku*. GUS, Warszawa 2006.

Tabela 2

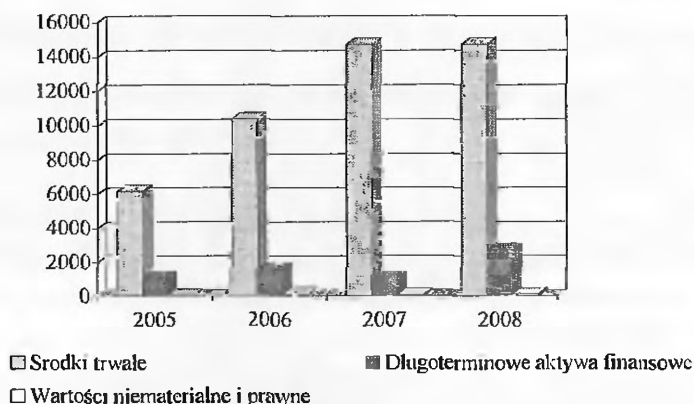
Struktura i dynamika źródeł finansowania nakładów na środki trwałe w badanych podmiotach gospodarczych (ogółem) w latach 2005-2008 (w procentach)

Źródła finansowania	Udział w strukturze				Dynamika do roku poprzedniego		
	2005	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Środki własne inwestora	73,42	74,98	71,78	72,95	113,40	122,00	112,10
Środki budżetowe	2,42	3,01	2,93	2,46	138,00	124,00	92,50
Kredyt bankowy krajowy	7,54	11,43	12,69	11,53	168,20	141,50	100,20
Środki z zagranicy (razem)	4,62	4,29	5,84	5,98	103,10	173,50	112,90
w tym kredyt bankowy	1,96	1,49	2,14	2,32	84,10	183,30	119,40
Inne źródła	6,99	1,95	3,03	3,01	31,00	198,10	109,40
Nakłady niesfinansowane	5,01	4,34	3,73	4,07	96,20	109,40	120,50
Razem	100,00	100,00	100,00	100,00	x	x	x

Źródło: Na podstawie danych z tabeli 1.

Co prawda we wszystkich badanych grupach podmiotów gospodarczych w finansowaniu nakładów na środki trwałe dominują środki własne, jednakże ich udział nie jest jednakowy. Porównując oba sektory, zauważa się zdecydowanie większe zaangażowanie środków własnych w finansowaniu nakładów na środki trwałe w podmiotach gospodarczych sektora prywatnego. O ile w sektorze publicznym środki własne stanowią około 60% (najwyższy ich udział w 2006 r. wynosił 68,4%), to w przypadku podmiotów sektora prywatnego wskaźnik ten wynosił ponad 75%. Potwierdza to ustaloną w latach minionych tendencję do niskiej skłonności przedsiębiorstw do zadłużania się. Pod koniec lat 90. udział środków własnych w finansowaniu nakładów na środki trwałe nie sięgał 65%, a w sektorze prywatnym był zawsze niższy od 70%. W przypadku podmiotów gospodarczych sektora prywatnego można też zauważyć niewielkie zaangażowanie środków budżetowych w finansowanie ich działalności inwestycyjnej. Z oczywistych względów zdecydowana większość środków budżetowych była przekazywana do podmiotów gospodarczych sektora publicznego. W omawianym okresie tylko w 2006 r. podmioty gospodarcze sektora prywatnego otrzymały 15,1% środków budżetowych, w pozostałych latach udział ten wynosił kilka procent. W przypadku sektora publicznego udział środków budżetowych w finansowaniu nakładów na środki trwałe w 2007 r. wynosił nawet 11,5%. W 2008 r. udział ten jednak zmniejszył się z racji ograniczenia wielkości środków budżetowych przeznaczonych na finansowanie inwestycji (o 7,5% w stosunku do 2007 r.).

Badane podmioty gospodarcze zaciągały kredyty bankowe krajowe przede wszystkim na finansowanie środków trwałych, zdecydowanie mniejsza była wartość kredytów udzielonych na sfinansowanie długoterminowych aktywów finansowych, a już całkiem niewielka na wartości niematerialne i prawne (rysunek 4).



Rys. 4. Wartość kredytów bankowych krajowych udzielonych badanym podmiotom gospodarczym (ogółem) na sfinansowanie środków trwałych, długoterminowych aktywów finansowych oraz wartości niematerialnych i prawnych w latach 2005-2008 (w mln zł)

Źródło: Na podstawie: *Środki trwałe w gospodarce narodowej w 2008 roku*, op. cit.; *Środki trwałe w gospodarce narodowej w 2007 roku*, op. cit.; *Środki trwałe w gospodarce narodowej w 2006 roku*, op. cit.; *Środki trwałe w gospodarce narodowej w 2005 roku*, op. cit.

W badanej grupie podmiotów gospodarczych w latach 2006-2007 (w porównaniu z 2005 r.) odnotowano znaczny wzrost kredytów bankowych krajowych zaciąganych na finansowanie środków trwałych. Również w 2008 r. wartość zaciągniętych kredytów bankowych krajowych przeznaczonych na finansowanie tej działalności inwestycyjnej wzrosła, lecz w stosunku do 2007 r. był to wzrost nieznaczny. Zdecydowaną większość środków pochodzących z kredytów bankowych krajowych (około 85% w omawianym okresie) pozyskały podmioty gospodarcze sektora prywatnego. Stąd też w sektorze publicznym obserwuje się również zdecydowanie mniejsze zaangażowanie środków pochodzących z kredytów bankowych krajowych w porównaniu z sektorem prywatnym.

Z analizy struktury źródeł finansowania środków trwałych wynika, iż największy udział środków pochodzących z kredytów bankowych krajowych w sektorze prywatnym odnotowano w 2007 r. i wynosił on 14,1%. Środki

własne oraz kredyt bankowy krajowy stanowił około 90% środków niezbędnych na sfinansowanie nakładów na środki trwałe w sektorze prywatnym. Należy również zwrócić uwagę na znacznie mniejsze wykorzystanie środków z zagranicy przez sektor prywatny w porównaniu z sektorem publicznym. W sektorze publicznym w 2008 r. udział środków z zagranicy (razem) w finansowaniu nakładów na środki trwałe wynosił 10,6% (w sektorze prywatnym 4,3%).

W sektorze publicznym w najmniejszym stopniu środkami własnymi były finansowane nakłady na środki trwałe w podmiotach gospodarczych stanowiących własność jednostek samorządu terytorialnego. W omawianej grupie podmiotów gospodarczych zwraca uwagę spadek udziału środków własnych w finansowaniu środków trwałych w latach 2005-2008. Jednocześnie można zauważyć wysoki udział środków budżetowych w finansowaniu środków trwałych tych jednostek. Jest on najwyższy w porównaniu z innymi podmiotami gospodarczymi zarówno sektora publicznego, jak i prywatnego. W większym też stopniu ta grupa podmiotów gospodarczych (w porównaniu z podmiotami będącymi własnością państwa) korzysta z kredytów bankowych krajowych. O ile w przypadku podmiotów gospodarczych zaliczanych do własności państwowej udział kredytów bankowych krajowych w finansowaniu środków trwałych kształtował się w przedziale 2,5% do 3,6%, to w podmiotach gospodarczych stanowiących własność jednostek samorządu terytorialnego wskaźnik ten wynosił w 2007 r. 13,2%. W dużym stopniu podmioty gospodarcze tej grupy korzystały ze środków pochodzących z zagranicy. Ich udział w finansowaniu środków trwałych w kolejnych latach omawianego okresu był coraz wyższy. Natomiast w niewielkim stopniu podmioty te korzystały z kredytów bankowych zagranicznych.

Analizując źródła finansowania środków trwałych w podmiotach gospodarczych zaliczanych do własności mieszanej z przewagą sektora publicznego, należy zwrócić uwagę na wysoki w latach 2007-2008 (w porównaniu z innymi grupami podmiotów) udział środków z zagranicy. I co istotne, były to środki pochodzące głównie z kredytów bankowych zagranicznych. Z danych GUS wynika, iż w 2008 r. w mniejszym stopniu podmioty te korzystały z kredytów bankowych krajowych, natomiast udział kredytów bankowych zagranicznych w finansowaniu środków trwałych był wyższy w stosunku do roku poprzedniego. W przypadku tej grupy podmiotów gospodarczych należy również odnotować wysoki udział nakładów niesfinansowanych, które w 2005 r. stanowiły aż 22,2% całości nakładów.

Jak już wcześniej wspomniano środki trwałe w sektorze prywatnym są finansowane w większym stopniu środkami własnymi. Dla sektora tego charakterystyczne jest również niewielkie zaangażowanie środków budżetowych w finansowaniu środków trwałych. Spośród podmiotów gospodarczych sektora prywatnego z kredytów bankowych krajowych korzystają przede wszystkim podmioty zaliczane do własności prywatnej krajowej. Udział kredytów bankowych krajowych w finansowaniu środków trwałych w latach 2006-2008 w tej grupie podmiotów był wysoki i wynosił ponad 20%. Podmioty te w niewielkim stopniu korzystają ze środków pochodzących z zagranicy, w tym z kredytów bankowych zagranicznych. W jeszcze większym stopniu środkami własnymi finansują środki trwałe spółdzielnie. Uzupełniającym źródłem finansowania środków trwałych w spółdzielniach są kredyty bankowe krajowe, aczkolwiek w latach 2006-2008 ich udział był coraz mniejszy. Podmioty gospodarcze stanowiące własność prywatną zagraniczną korzystają ze środków własnych (około 80%), następnie zaś z kredytów bankowych krajowych oraz środków pochodzących z zagranicy. Zwraca uwagę, iż ta grupa podmiotów w większym stopniu korzystała z kredytów bankowych krajowych niż zagranicznych. W ostatniej grupie podmiotów zaliczanych do sektora prywatnego – własność mieszana z przewagą sektora prywatnego – udział środków własnych w finansowaniu środków trwałych jest najwyższy spośród badanych podmiotów gospodarczych. W 2007 r. środki własne stanowiły aż 90,7%.

Struktura finansowania nowych środków trwałych i ulepszeń istniejących jest zbliżona do struktury finansowania środków trwałych. Nie jest to zaskoczeniem, gdyż jak wcześniej wspomniano, w badanych podmiotach gospodarczych wśród nakładów na środki trwałe zdecydowaną większość stanowiły nakłady na nowe środki trwałe i ulepszenie już istniejących.

W jeszcze większym stopniu niż w przypadku środków trwałych środkami własnymi były finansowane długoterminowe aktywa finansowe (tabele 3 i 4). Nabycie aktywów finansowych jest bowiem najczęściej spowodowane chęcią zainwestowania wolnych środków pieniężnych (wówczas w całości finansowane jest środkami własnymi wypracowanymi przez podmiot) albo efektem przejęcia (fuzji) innych podmiotów. W tym drugim przypadku inwestycję finansuje się często poprzez emisję papierów wartościowych.

Tabela 3

Finansowanie długoterminowych aktywów finansowych w badanych podmiotach gospodarczych (ogółem) w latach 2005-2008 (w mln zł)

Źródła finansowania	2005	2006	2007	2008
Środki własne inwestora	72 544,1	82 690,7	88 918,0	92 749,2
Środki budżetowe	5,3	5,5	1,9	169,4
Kredyt bankowy krajowy	1 076,2	1 573,4	1 068,3	2 737,0
Środki z zagranicy (razem)	845,5	3 165,4	2 243,8	888,0
w tym kredyt bankowy	191,8	1 108,8	1 868,4	71,7
Inne źródła*	257,7	648,7	967,7	10 302,9
Nakłady niesfinansowane**	81,8	379,6	195,6	200,8

* Dane obejmują fundusze celowe.

** Roboty w toku, faktury niezapłacone.

Źródło: Ibid.

Tabela 4

Struktura i dynamika źródeł finansowania nakładów na długoterminowe aktywa finansowe w badanych podmiotach gospodarczych (ogółem) w latach 2005-2008 (w procentach)

Źródła finansowania	Udział w strukturze				Dynamika do roku poprzedniego		
	2005	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Środki własne inwestora	96,97	93,47	95,21	86,86	114,00	107,50	104,30
Środki budżetowe	0,01	0,01	0,00	0,16	103,80	34,50	x
Kredyt bankowy krajowy	1,44	1,78	1,14	2,56	146,20	67,90	256,20
Środki z zagranicy (razem)	1,13	3,58	2,40	0,83	374,40	70,90	39,60
w tym kredyt bankowy	0,26	1,25	2,00	0,07	579,60	168,50	3,80
Inne źródła	0,34	0,73	1,04	9,62	251,70	149,20	1064,70
Nakłady niesfinansowane	0,11	0,43	0,21	0,19	464,10	51,50	102,70
Razem	100,00	100,00	100,00	100,00	x	x	x

Źródło: Na podstawie danych z tabeli 3

Najniższy udział środków własnych w finansowaniu długoterminowych aktywów finansowych badanych podmiotów wystąpił w 2008 r. i wynosił 86,6%. Na wynik ten miał wpływ zdecydowanie niższy udział środków własnych w finansowaniu długoterminowych aktywów finansowych w sektorze publicznym. O ile udział ten w latach 2005-2007 stanowił ponad 98%, to

w 2008 r. wynosił 61%. W 2008 r. 38,4% środków na sfinansowanie długoterminowych aktywów finansowych pochodziło z innych źródeł. Udział środków własnych w finansowaniu długoterminowych aktywów finansowych w sektorze prywatnym kształtował się w przedziale 91,5%-95,9%.

Podobnie jak długoterminowe aktywa finansowe tak też wartości niematerialne i prawne⁹ są finansowane w większym stopniu środkami własnymi niż ma to miejsce w przypadku środków trwałych (tabele 5 i 6). W badanych podmiotach gospodarczych (ogółem) w omawianym okresie najniższy udział środków własnych w finansowaniu wartości niematerialnych i prawnych był w 2007 r. i wynosił 86,9%.

Tabela 5

Finansowanie wartości niematerialnych i prawnych w badanych podmiotach gospodarczych (ogółem) w latach 2005-2008 (w mln zł)

Źródła finansowania	2005	2006	2007	2008
Środki własne inwestora	4 016,7	5 305,7	5 923,5	6 285,2
Środki budżetowe	18,1	17,0	33,2	40,2
Kredyt bankowy krajowy	31,0	110,6	72,4	110,2
Środki z zagranicy (razem)	15,0	17,8	305,2	296,1
w tym kredyt bankowy	1,4	1,3	4,3	273,6
Inne źródła*	41,9	28,4	176,9	110,9
Nakłady niesfinansowane**	237,2	314,5	303,3	204,1

* Dane obejmują fundusze celowe.

** Roboty w toku, faktury niezapłacone.

Źródło: Ibid.

⁹ Wartości niematerialne i prawne w opracowaniach GUS są definiowane jako: „Nabyte prawa majątkowe, zaliczane do aktywów trwałych, nadające się do gospodarczego wykorzystania o przewidywanym okresie ekonomicznej użyteczności dłuższym niż rok, przeznaczone do używania na potrzeby jednostki, a w szczególności:

- 1) autorskie prawa majątkowe,
- 2) pokrewne prawa majątkowe,
- 3) licencje, koncesje,
- 4) prawa do: wynalazków, patentów, znaków towarowych, wzorów użytkowych, wzorów zdobniczych,
- 5) wartość stanowiąca równowartość uzyskanych informacji związanych z wiedzą w dziedzinie przemysłowej, handlowej, naukowej lub organizacyjnej (know-how),
- 6) wartość firmy,
- 7) koszty zakończonych prac rozwojowych

W przypadku wartości niematerialnych i prawnych oddanych do używania na podstawie umowy najmu, dzierżawy lub innej o podobnym charakterze, wartości te zalicza się do aktywów trwałych jednej ze stron umowy, zgodnie z warunkami określonymi w ustawie¹⁰, za: www.stat.gov.pl.

Tabela 6

Struktura i dynamika źródeł finansowania nakładów na środki trwałe w badanych podmiotach gospodarczych (ogółem) w latach 2005-2008 (w procentach)

Źródła finansowania	Udział w strukturze				Dynamika do roku poprzedniego		
	2005	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Środki własne inwestora	92,13	91,57	86,92	89,20	132,10	111,60	106,10
Środki budżetowe	0,42	0,29	0,49	0,57	93,90	195,30	121,10
Kredyt bankowy krajowy	0,71	1,91	1,06	1,56	356,80	65,50	152,20
Środki z zagranicy (razem)	0,34	0,31	4,48	4,2	118,70	1714,60	97,00
w tym kredyt bankowy	0,03	0,02	0,06	3,88	92,90	330,80	6362,80
Inne źródła	0,96	0,49	2,60	1,57	67,80	622,90	62,70
Nakłady niesfinansowane	5,44	5,43	4,45	2,90	132,60	96,40	67,30
Razem	100,00	100,00	100,00	100,00	x	x	x

Źródło: Na podstawie danych z tabeli 5.

W sektorze prywatnym zwraca uwagę większe zaangażowanie środków pochodzących z zagranicy, przy czym zdecydowana większość tych środków w 2008 r. stanowiły kredyty bankowe. Spośród podmiotów gospodarczych sektora prywatnego w największym stopniu ze środków z zagranicy w 2008 r. korzystały podmioty zaliczane do własności prywatnej krajowej (11,3%). Zdecydowaną większość tych środków stanowiły kredyty bankowe. Z danych wynika więc, że podmioty gospodarcze zaliczane do własności prywatnej krajowej finansując wartości niematerialne i prawne w większym stopniu korzystały z kredytów bankowych zagranicznych niż krajowych. Udział kredytów bankowych krajowych w finansowaniu wartości niematerialnych i prawnych w tej grupie podmiotów gospodarczych w 2008 r. wynosił 3,0%.

Podsumowanie

Początek obecnego wieku (lata 2001-2003) charakteryzował nagły spadek nakładów inwestycyjnych ponoszonych przez podmioty gospodarcze (co nastąpiło po kilku latach stałego wzrostu). Przyczyn spadku nakładów inwestycyjnych w tamtym okresie należało upatrywać przede wszystkim w słabej koniunkturze gospodarczej, a także pogorszeniu się kondycji finansowej przed-

siębiorstw. Wzrost nakładów inwestycyjnych wystąpił dopiero w 2004 r., jednakże nakłady te w dalszym ciągu były dużo niższe w porównaniu z nakładami w 2000 r.¹⁰.

Z zaprezentowanych w niniejszej pracy badań wynika, że o ile w latach 2005-2008 systematycznie rosły zarówno nakłady na środki trwałe, jak i na długoterminowe aktywa finansowe oraz wartości niematerialne i prawne, to w przypadku poszczególnych grup podmiotów gospodarczych sytuacja była zróżnicowana.

Analizując działalność inwestycyjną w badanych podmiotach gospodarczych należy zauważyć, iż chociaż 2008 r. dla badanej grupy podmiotów gospodarczych (ogółem) był kolejnym okresem zwiększenia nakładów na środki trwałe, to w porównaniu z poprzednimi latami tempo wzrostu tychże nakładów było zdecydowanie niższe. Przyczyn spadku tempa wzrostu nakładów na środki trwałe należy upatrywać w pogarszającej się sytuacji gospodarczej w świecie, czego skutki odczuła polska gospodarka począwszy od 2008 r.

W badanych podmiotach gospodarczych w większym stopniu środkami własnymi finansowane były długoterminowe aktywa finansowe oraz wartości niematerialne i prawne. W przypadku środków trwałych badane podmioty gospodarcze częściej korzystały z innych źródeł finansowania. Wśród pozostałych źródeł finansowania dominował kredyt bankowy krajowy. Należy również zwrócić uwagę, iż udział kredytów bankowych krajowych w finansowaniu środków trwałych wzrósł skokowo w 2006 r. W największym stopniu z kredytów bankowych krajowych korzystały podmioty gospodarcze zaliczane do własności prywatnej krajowej. Tempo wzrostu nakładów na środki trwałe w latach 2007-2008 w tej grupie podmiotów gospodarczych było wyższe w porównaniu z tempem wzrostu nakładów na długoterminowe aktywa finansowe, jednakże należy pamiętać, że we wcześniejszych latach (2005-2006) nakłady na długoterminowe aktywa finansowe były w tych podmiotach wyższe od nakładów na środki trwałe w latach 2005-2006.

Ostatni objęty badaniem rok wskazywał na zmiany tendencji również w finansowaniu nakładów na środki trwałe. W strukturze finansowania środków trwałych zmniejszył się przede wszystkim udział kredytu bankowego. Na wiel-

¹⁰ Zob. K. Kuczowic: *Finansowanie działalności inwestycyjnej w podmiotach gospodarczych w Polsce w latach 2000-2004*. W: *Decyzje w działalności inwestycyjnej – uwarunkowania, metody, efekty*. Red. H. Henzel. Studia Ekonomiczne, nr 44, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2007.

kość kredytów udzielonych w 2008 r. (zwłaszcza w II połowie), poza czynnikami, o których wspomniano wcześniej, mogły mieć też wpływ trudności, jakie zaczęły się pojawiać w dostępie do kredytów wynikające przede wszystkim z zaostrzenia kryteriów przyznawania kredytów przez banki¹¹. Z informacji NBP wynika, iż w IV kwartale 2008 r. większość ankietowanych banków (około 80%) zaostrzyła kryteria udzielania kredytów dla przedsiębiorstw. Ponad 80% banków podniosło marże kredytowe, przy czym około 1/3 banków uznała podwyższenie marż za znaczne. Prawie 60% banków oczekiwało od przedsiębiorców przedstawienia większego zakresu zabezpieczeń kredytu. Około 50% banków podniosła pozaodsetkowe koszty kredytu, zaś 1/3 banków obniżyła maksymalną dostępną kwotę kredytu. Dla każdego z tych warunków udzielania kredytów około 10% banków stwierdziło, że dokonane zmiany oznaczały znaczne zaostrzenie polityki kredytowej. Najmniej banków – około 25% – skróciło maksymalny dopuszczalny okres kredytowania¹². Wyniki badań ankietowych wskazywały, że spadek popytu na niektóre rodzaje kredytów dla przedsiębiorstw wynikał, w ocenie banków, przede wszystkim ze spadku zapotrzebowania na finansowanie inwestycji. Niemal 2/3 banków, które stwierdziły zmianę popytu na kredyty dla przedsiębiorstw, wskazało na ten czynnik jako przyczynę spadku popytu. Prawie 1/4 banków uznała, że spadek popytu na kredyty inwestycyjne w znacznym stopniu przyczynił się do spadku zagregowanego popytu na kredyt. Jednocześnie blisko 20% banków uznało, że zapotrzebowanie na finansowanie inwestycji wpłynęło na wzrost popytu przedsiębiorstw na kredyt¹³. Wydaje się jednak, że zaostrzenie kryteriów przyznawania kredytów pod koniec 2008 r. nie było najważniejszym czynnikiem, który przyczynił się do zmniejszenia tempa wzrostu nakładów na środki trwałe. Należy zwrócić uwagę, iż w badanej grupie podmiotów gospodarczych w 2008 r. nakłady na długoterminowe aktywa finansowe wzrosły o prawie 13,7 mld zł. Wydaje się więc, że zmniejszenie się tempa wzrostu nakładów na środki trwałe było wynikiem pogarszającej się sytuacji w gospodarce świa-

¹¹ Z badań ankietowych prowadzonych wśród podmiotów gospodarczych MSP wynikało, iż w II półroczu 2008 r. ponad połowa firm (w poprzednim półroczu było to zaledwie 20% przedsiębiorstw) spotkała się z odmową przyznania kredytu. Najtrudniej uzyskać kredyt było mikroprzedsiębiorcom – w grupie tej z pozytywną odpowiedzią banku spotkało się tylko 41% ankietowanych firm. Zob. *Trendy rozwojowe sektora MSP w ocenie przedsiębiorców w drugiej połowie 2008 roku*. Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2009.

¹² Zob. *Sytuacja na rynku kredytowym I kwartał 2009*. NBP, Warszawa 2009.

¹³ Zob. *ibid.*

towej, a co za tym idzie również w polskiej gospodarce¹⁴. Stąd też podmioty gospodarcze zaczęły rezygnować czy też odraczały w czasie inwestycje w środki trwałe lokując wolne środki w aktywach finansowych.

Rok 2008 był ostatnim z rzędu, w którym nakłady inwestycyjne w podmiotach gospodarczych wzrastały. Według danych GUS w roku 2009 nakłady na inwestycje w kraju spadły o 3,5% w stosunku do roku 2008. Stały wzrost nakładów inwestycyjnych w latach poprzednich pozwolił jednak utrzymać dodatni wzrost PKB. Dlatego można przypuszczać, że zmiana tendencji będzie jedynie chwilowa i w kolejnych latach ponownie poziom inwestycji wzrośnie. Zaostrzenie kryteriów udzielania kredytów przez banki może jednak spowodować utrzymanie zmniejszonego poziomu udziału kredytów w finansowaniu działalności inwestycyjnej podmiotów gospodarczych.

INVESTING ACTIVITIES OF ECONOMIC OPERATORS IN POLAND AND SOURCES OF FINANCING THESE ACTIVITIES IN 2005-2008

Summary

The paper presents the results of research on the range and structure of sources of finance for investing activities of economic operators in Poland, in 2005-2008. Data show that the global economic crisis had little effect on the attitude of economic operators towards investing. In 2007-2008 a further increase in investment followed and only the rate of growth slowed down. At the same time the share of bank credit in financing investment diminished.

¹⁴ Potwierdzeniem pogarszającej się sytuacji w polskiej gospodarce w tym czasie był niższy wskaźnik PKB dla 2008 r. Z danych GUS wynika, iż stopa wzrostu PKB w 2008 r. wynosiła 5%, podczas gdy w poprzednich latach 6,8% (2007 r.), 6,2% (2006 r.).

Monika Foltyn-Zarychta

KRYTERIUM EFEKTYWNOŚCI INWESTYCJI GENERUJĄCYCH ODDZIAŁYWANIA POZARYNKOWE W ŚWIECIE TEORETYCZNYCH MOŻLIWOŚCI STOSOWANIA METOD OCENY PROJEKTÓW

Wstęp

Podstawowym celem referatu jest próba zdefiniowania kryterium efektywności projektów inwestycyjnych generujących oddziaływania pozarynkowe w taki sposób, aby w ocenie inwestycji możliwe było uwzględnienie zarówno efektów finansowych (mierzonych za pomocą efektywnych cen rynkowych), jak i pozarynkowych. Oprócz tego rozważania mają na celu weryfikację teoretycznych założeń wybranych metod oceny efektywności w świetle możliwości ich dostosowania do sformułowanego kryterium.

Zdefiniowanie inwestycji generującej oddziaływania pozarynkowe jest punktem wyjścia do analizy rozszerzenia tradycyjnego, finansowego kryterium efektywności opierającego się na kosztach i korzyściach będących udziałem wyłącznie inwestora. Następnie dokonano analizy tradycyjnych, finansowych metod oceny pod względem możliwości ich dostosowania do procesu oceny efektywności inwestycji generujących oddziaływania pozarynkowe. Podobną procedurę zastosowano w przypadku metod wskazywanych w literaturze przedmiotu jako alternatywa w stosunku do wspomnianych wcześniej narzędzi finansowych, ze wskazaniem, na ile odpowiadają one sformułowanemu kryterium efektywności i jakie są źródła ich potencjalnych niedostatków.

1. Inwestycja generująca oddziaływania pozarynkowe jako przedmiot oceny efektywności

Inwestycję można zdefiniować jako celowo wydatkowane środki inwestora lub przedsiębiorstwa skierowane na powiększenie jego dochodów¹. Takie rozumienie inwestycji ogranicza się do przedsięwzięć, w przypadku których nakłady są ponoszone wyłącznie przez inwestora, a efekty przypadają również wyłącznie jemu. Jest to definicja dość wąska, budowana z pozycji inwestora-właściciela i określająca jednocześnie przyjęte w analizach finansowych kryterium oceny efektywności. Założenie to jest słuszne w przypadku inwestycji o charakterze czysto komercyjnym, z dodatkowym zastrzeżeniem, że wszystkie składniki nakładów i efektów podlegają wymianie na efektywnych rynkach.

Pomijając podnoszone w literaturze zastrzeżenia dotyczące samego istnienia rynków działających bez żadnych zakłóceń², założenie powyższe eliminuje całą grupę inwestycji, których celem jest nie tylko osiągnięcie zysku, ale również – w niektórych przypadkach przede wszystkim – zaspokojenie pewnych potrzeb społecznych, a więc cele wykraczające poza pierwotnie definowany komercyjny cel inwestowania. Jako przykłady przedsięwzięć tego typu można wymienić m.in. inwestycje w ochronę zasobów środowiskowych, realizujące cele kulturalne lub naukowe, rozwijające infrastrukturę mającą charakter dóbr publicznych, jak drogi czy oświetlenie miejskie.

Właśnie w przypadku takich inwestycji, dla których część efektów ma charakter pozarynkowy, definicja ta powinna być ujęta nieco szerzej. Zarówno po stronie nakładów, jak i efektów mogą znaleźć się elementy, które nie są przedmiotem obrotu rynkowego, albo transakcje rynkowe są w takich przypadkach istotnie zdeformowane, co nie powinno eliminować ich z procesu oceny efektywności, ponieważ oddziaływania takie – w niektórych przypadkach – są podstawowym celem zamierzenia inwestycyjnego.

¹ K. Dziworska: *Inwestycje przedsiębiorstw*. Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 1993, s. 12.

² R. Cornes, T. Sandler: *The Theory of Externalities, Public Goods and Club Goods*. Cambridge University Press, Cambridge 1999, s. 10-12.

Inwestycją jest zatem przedsięwzięcie polegające na podjęciu działań związanych z poniesieniem pewnych nakładów (w rozumieniu finansowym oraz pozafinansowym) mających na celu osiągnięcie pewnych celów rozumianych jako osiągnięcie efektów (w rozumieniu finansowym i pozafinansowym) zarówno przez samego inwestora, jak i przez jego otoczenie bądź wybrane z tego otoczenia grupy.

Nakłady i efekty są tu określane wspólnym mianem oddziaływań projektu ze względu na fakt, że zarówno zatrudnienie pewnych zasobów – nakładów na etapie realizacji i samego funkcjonowania przedsięwzięcia, jak też wygenerowania efektów-korzyści, powoduje zmiany w przedsięwzięciu i jego otoczeniu. Pomiar tych zmian i włączenie ich do analizy efektywności jest zatem kluczowy dla uzyskania w miarę pełnej informacji o zasadności podjęcia inwestycji.

Istotne jest tu przyjęcie szerszego ujęcia zarówno po stronie nakładów, jak i efektów inwestycji. Niemożność pomiaru oddziaływania na podstawie ceny rynkowej nie może eliminować go z procesu oceny – dla takich składników należy przyjąć inne sposoby niż obserwacja transakcji rynkowych.

Jako przykład może tu posłużyć inwestycja wywołująca korzyści środowiskowe, a w rezultacie zwiększająca dobrobyt społeczny. Korzyści te mogą mieć charakter poprawy jakości dóbr środowiskowych przez eliminację istniejącego zanieczyszczenia lub zapobiegania możliwemu pogorszeniu ich cech w przyszłości. W obu przypadkach korzyści te mają charakter unikniętych istniejących lub potencjalnych kosztów środowiskowych. Pozytywne efekty inwestycji polegają na redukcji bądź zapobieganiu zanieczyszczeniom.

W przypadku istotnej części tego typu inwestycji pojawiają się pewne problemy utrudniające ich wycenę zarówno po stronie nakładów, jak i efektów. Ze względu na możliwości ujęcia zmian w tych dobrach dla potrzeb podejmowania decyzji istotne wydają się tu cztery aspekty:

- cechy dobra publicznego, powodujące niemożność obserwacji ceny rynkowej,
- efekty zewnętrzne, które powstają w wyniku oddziaływań i nie są odzwierciedlane w transakcjach rynkowych,
- niepewność odnośnie efektów zachodzących w dobrach zmienianych przez inwestycję i ich wyceny,
- okres pojawiania się efektów, który w przypadku niektórych projektów może przekraczać czas życia pokolenia podejmującego decyzje inwestycyjną.

Najczęściej w literaturze przedmiotu jako podstawowe rozbieżności wskazuje się różnicę pomiędzy ceną rynkową nakładu lub efektu (o ile istnieje) a jego rzeczywistą wartością uwzględniającą możliwość alternatywnego wykorzystania oraz faktyczną społeczną skłonność do zapłaty³.

2. Kryterium efektywności w ujęciu klasycznym i rozszerzonym

Inwestycje generujące efekty pozarynkowe, jak i inne przedsięwzięcia podlegają ocenie, której celem jest podjęcie decyzji o realizacji bądź zaniechaniu rozważanego projektu.

Pojęcie efektywności A.E. Boardman i in. definiują jako sytuację, w której zasoby, czyli ziemia, praca i kapitał są wykorzystywane w sposób przynoszący jak największe korzyści w postaci dóbr i usług tworzonych w wyniku procesów, w jakie zasoby te są zaangażowane⁴. Efektywność, według B. Kryk, można rozumieć jako określoną relację między uzyskanymi (i pożądanymi) wynikami i nakładami, między celem działania a środkami i warunkami niezbędnymi do jego osiągnięcia⁵. Z kolei E.H. Londero proces oceny efektywności definiuje jako oszacowanie przepływów kosztów i korzyści w celu określenia czy strumień korzyści jest wystarczający, aby przynajmniej zrównać się ze strumieniem kosztów⁶.

Inwestycja jest zatem efektywna, jeżeli uzyskane efekty uzasadniają poniesione nakłady. Problemem w odniesieniu do omawianych inwestycji jest sprecyzowanie kryterium efektywności w taki sposób, aby odzwierciedlić specyfikę przedmiotu oddziaływania takich przedsięwzięć, określić „wartość” generowanych efektów, jeśli nie są one przedmiotem wymiany na rynku lub transakcje są obciążone istotnymi zniekształceniami.

³ A.E. Boardman, D.H. Greenberg, A.R. Vining, D.L. Weimer: *Cost-Benefit Analysis: Concepts and Practice* Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey 2001, s. 56; D.R. Kamerschen, R.B. McKenzie, C. Nardinelli: *Ekonomia*. Fundacja Gospodarcza NSZZ „Solidarność”, Gdańsk 1992, s. 577; E.J. Mishan, E. Quah: *Cost-Benefit Analysis*. Routledge, London-New York, 2007, s. 8-10.

⁴ A.E. Boardman, D.H. Greenberg, A.R. Vining, D.L. Weimer: Op. cit., s. 25.

⁵ B. Kryk: *Efektywność gospodarowania a rachunek efektywności inwestycji proekologicznych*. W: *Instrumenty rynkowe w ochronie środowiska*. Red. S. Czaja. Biblioteka „Ekonomia i Środowisko”, nr 29, Europejskie Stowarzyszenie Ekonomistów Środowiska i Zasobów Naturalnych, Jugowice-Wrocław 2002, s. 208-209.

⁶ E.H. Londero: *Shadow Prices for Project Appraisal Theory and Practice*. Edward Elgar, Cheltenham. Northampton 2003, s. 1.

Klasyczne rozumienie inwestycji jako przedsięwzięcia angażującego zasoby i przynoszącego korzyści wyłącznie inwestorowi jest związane z definiowaniem kryterium efektywności w ujęciu finansowym. Ujmowane jest ono z reguły jako maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa-inwestora. Kryterium to powoduje, że ocena opłacalności jest dokonywana z punktu widzenia inwestora – właściciela przedsiębiorstwa. Jest to ocena prywatna, gdzie wymagania informacyjne są zaspokajane z użyciem cen rynkowych stanowiących podstawę kalkulacji przepływów pieniężnych. Porównanie ujętych finansowo nakładów i efektów informuje o efektywności przedsięwzięcia. Oznacza to, że dla omawianych tutaj typów inwestycji, np. o charakterze publicznym, nie zostaną uwzględnione pewne oddziaływania wynikające z ich specyfiki. Związane są one przede wszystkim z brakiem ceny bądź jej istotnym zniekształceniem wynikającymi z braku rynku dla dóbr publicznych lub nieefektywnego funkcjonowania w przypadku występowania efektów zewnętrznych. Odnosi się to zarówno do cen zasobów, jak i kapitału, czyli stopy procentowej. Osobnym zagadnieniem jest kwestia niepewności oraz wyceny w długim okresie, przekraczającym czas życia obecnego pokolenia, choć w tym przypadku oba problemy zostały pominięte, ze względu na fakt, że odnoszą się tylko do pewnych typów inwestycji generujących oddziaływania pozarynkowe, a podstawowym celem referatu jest takie zdefiniowanie kryterium efektywności, aby możliwe było samo włączenie efektów niewycenianych w cenach rynkowych, podczas gdy oba wskazane problemy odnoszą się raczej do precyzji powyższych oszacowań, a nie do samej kwestii ich ujęcia w analizie.

Prawidłowa ocena efektywności inwestycji generujących oddziaływania o charakterze pozarynkowym wymaga uwzględnienia kryterium szerszego niż finansowe, gdzie analiza odbywa się na podstawie szacunków rynkowych, zarówno w odniesieniu do nakładów i efektów, jak też stopy dyskontowej. Powoduje to potrzebę rozszerzenia tradycyjnego kryterium oceny tak, aby analiza opłacalności mogła uwzględniać zarówno te oddziaływania, które nie posiadają ceny rynkowej, jak i takie, w przypadku których jest ona zniekształcona nieefektywnym działaniem rynku, według ich faktycznej, „sprawiedliwej” ceny uwzględniającej powyższe aspekty.

Kryterium efektywności powinno zostać zdefiniowane wobec tego jako porównanie nakładów z efektami generowanymi przez przedsięwzięcie niezależnie od tego:

- kogo dotyczy, a więc z punktu widzenia społeczeństwa,
- czy widoczne są one bezpośrednio w transakcjach rynkowych.

Ujmując rzecz inaczej, ocena efektywności powinna obejmować korzyści i koszty wszystkich podmiotów, na które oddziałuje przedsięwzięcie. Ponadto zakres czasowy analizy powinien odpowiadać czasowi oddziaływania przedsięwzięcia, niezależnie od tego, czy obejmuje on jedno pokolenie czy wiele generacji⁷.

Zatem inwestycją efektywną jest inwestycja, która przyczynia się do wzrostu (maksymalizacji) korzyści całego społeczeństwa. Takie rozumienie pojawia się m.in. w stosunku do projektów związanych z wykorzystaniem zasobów środowiskowych, w przypadku których np. A.M. III Freeman określa cel zarządzania jako problem wyboru odpowiedniego zestawu („mix”) usług dostarczanych przez zasoby, w tym środowiskowe, który odpowiada najwyższemu możliwemu poziomowi dobrobytu człowieka. Podkreśla on, że zdecentralizowany mechanizm rynkowy nie ma możliwości zapewnienia alokacji gwarantującej powyższy efekt⁸.

Kryterium efektywności powinno być zatem zdefiniowanie jako porównanie nakładów i efektów, ale z pominięciem wymogu stosowania cen rynkowych. Sprowadza się to do pozostawienia definicji w jej jak najszerzej formie. Może być ona zatem zgodna z przytoczoną powyżej definicją A. Boardmana, z tym zastrzeżeniem, że efekty mogą nie tylko występować w postaci dóbr czy usług o charakterze rynkowym, ale również pozarynkowym.

⁷ Warto zauważyć tutaj, że – szczególnie w przypadku inwestycji oddziałujących w sferze środowiska przyrodniczego – zakres podmiotów, które są brane pod uwagę przy ocenie oddziaływań projektu, może różnić się dość zasadniczo, počawszy od uwzględniania tylko istot ludzkich, poprzez wzięcie pod uwagę ludzi i zwierząt, a skończywszy na całej przyrodzie, także nieożywionej. Zob. R. Perman, Y. Ma, J. McGilvray, M. Common: *Natural Resource and Environmental Economics*. Pearson Education, Harlow 2003, s. 57.

⁸ A.M. III Freeman: *Economic Valuation: What and Why*. W: *A Primer on Nonmarket Valuation*. Red P.A. Champ, K.J. Boyle, T.C. Brown. Kluwer Academic Publishers, Dordrecht-Boston-London 2003, s. 3.

3. Tradycyjny rachunek opłacalności w ujęciu finansowym – krytyczna analiza możliwości zastosowania w świetle specyfiki inwestycji generujących efekty o charakterze pozarynkowym

Tradycyjne metody rachunku finansowej oceny efektywności inwestycji opierają się na kryterium efektywności definiowanym jako maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa⁹. Podstawową zaletą powyższych metod jest prostota, zrozumiałość i łatwość interpretacji wyników dla decydentów oraz stosunkowo niewielkie wymogi informacyjne. Wymagania te dotyczą wyceny nakładów i efektów w cenach rynkowych, sporządzenia odpowiednich prognoz odnoszących się do powyższych wartości oraz oszacowania stopy dyskontowej (dla metod dynamicznych).

Do najczęściej wykorzystywanych metod z tego zakresu należą:

1. Metody statyczne:

- okres zwrotu nakładów – prosty (*Payback Period* – PP),
- księgowa stopa zwrotu (*Accounting Rate of Return* – ARR)¹⁰.

2. Metody dynamiczne:

- metoda bieżącej wartości netto (*Net Present Value* – NPV),
- metoda wewnętrznej stopy zwrotu (*Internal Rate of Return* – IRR),
- metoda okresu zwrotu – zdyskontowanego (*Discounted Payback Period* – DPP),
- metoda wskaźnika zyskowności (*Profitability Index* – PI)¹¹.

Metody statyczne (proste) nie biorą pod uwagę zmian wartości pieniądza w czasie. Można to zaliczyć zarówno do zalet, jak i do wad tego rodzaju metod. Pozytywną stroną jest w tym przypadku znaczne uproszczenie rachunków i większa zrozumiałość, natomiast podstawowym minusem jest zatarcie rzeczywistych proporcji, wyników, szczególnie jeśli badana inwestycja będzie realizowana przez dłuższy okres. Posługują się one cenami rynkowymi.

⁹ J. Czekaj, Z. Dresler: *Zurządanie finansami przedsiębiorstw – podstawy teorii*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 16-20.

¹⁰ Zob. R. Pike, B. Neale: *Corporate Finance and Investment. Decisions and Strategies*. Prentice Hall, Harlow 2003, s. 202-205.

¹¹ Zob. S. Lumby: *Investment Appraisal and Financial Decisions*. Chapman & Hall, London 1995, s. 75-92.

W przypadku tych metod samo spełnienie finansowego kryterium efektywności staje pod znakiem zapytania ze względu na pomijanie zmiany wartości pieniądza w czasie. W odniesieniu do kryterium rozszerzonego, to oparcie się na danych księgowych powoduje, że metody te uwzględniają wyłącznie elementy oddziałujące na przedsiębiorstwo-inwestora, co czyni je niewystarczającymi w przypadku omawianej kategorii przedsięwzięć. Zalety tych podejść ograniczają się w zasadzie do prostoty obliczeń, łatwości zastosowania, co odbija się niestety na zawartości informacyjnej rezultatów.

Metody dynamiczne (metody zdyskontowanego strumienia przepływów pieniężnych) opierają się na założeniu zmiany wartości pieniądza w czasie. Wszelkie wpływy bądź nakłady pieniężne ponoszone w związku z przedsięwzięciem są sprowadzane (przez dyskontowanie bądź oprocentowanie) na określony moment w czasie i dopiero po tych zabiegach porównywane.

Jedną z najbardziej znanych i najczęściej używanych metod oceny ekonomicznej efektywności inwestycji jest metoda bieżącej wartości netto (NPV). Metoda ta jest oparta na założeniu, że przedsięwzięcie inwestycyjne jest efektywne wówczas, gdy dochody generowane przez nie są większe lub równe sumie środków finansowych, które dana inwestycja „pochłonęła”¹². Dodatkowo, przy obliczaniu sumy wydatków i wpływów dotyczących przedsięwzięcia bierze się pod uwagę zmiany wartości pieniądza w czasie, dyskontując wielkości przyszłych przepływów na bieżący moment. Wartość bieżącą netto oblicza się odejmując od sumy zdyskontowanych przepływów pieniężnych sumę zdyskontowanych na ten sam moment w czasie wydatków inwestycyjnych.

Metoda wartości bieżącej netto jest bardzo rozpowszechniona w użyciu z uwagi na jej względną prostotę i zrozumiałość wyników obliczeń. Znajduje ona także zastosowanie przy wyborze przedsięwzięcia ze zbioru projektów – o zaakceptowaniu danego projektu decyduje wówczas wyższa w porównaniu z innymi wartość NPV.

Otrzymany rezultat analizuje efektywność przedsięwzięcia w aspekcie wzrostu wartości przedsiębiorstwa-inwestora. Zarówno przepływy pieniężne, jak i stopa kalkulacyjna są szacowane na podstawie parametrów rynkowych. Oznacza to, że analiza będzie zawierać potencjalnie błędy wynikające z nieprawidłowości w wycenie rynkowej. Jedynie zakładając, że wszystkie ceny,

¹² K. Marcinek: *Finansowa ocena przedsięwzięć inwestycyjnych przedsiębiorstw*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2002, s. 54.

łącznie z ceną kapitału, kształtują się na rynkach efektywnych, wynik tej metody jest w pełni poprawny – dający informację, czy inwestycja jest efektywna dla inwestora oraz w ujęciu ogólnospołecznym, czyli niezależnie od punktu widzenia, z którego dokonywana jest ocena.

Warto tu podkreślić przewagę NPV jako metody dynamicznej nad metodami prostymi, ponieważ zastosowanie stopy dyskontowej pozwala uwzględnić alternatywny koszt kapitału zaangażowanego w przedsięwzięcie, co jest szczególnie istotne w przypadku projektów o dłuższej perspektywie czasowej, a więc – z pewnymi zastrzeżeniami – odpowiada założeniu kryterium rozszerzonego, podkreślającego możliwość wystąpienia długiego okresu analizy¹³.

Pozostałe metody dynamiczne są niejako pochodnymi NPV.

Wewnętrzna stopa zwrotu (IRR – *Internal Rate of Return*) jest metodą, w której kalkuluje się pewną wartość stopy dyskontowej, przy której terażniejsza wartość netto projektu jest równa zero. Jeżeli IRR jest większe lub równe stopie rynkowej, wówczas projekt może być realizowany, a NPV przyjmuje wartości dodatnie. Metoda ta jest bardzo popularna przede wszystkim ze względu na łatwość interpretacji. Ważny jest również fakt, że inwestor nie musi znać dokładnego poziomu kosztu kapitału potrzebnego do sfinansowania projektu. Może on przyjąć wartość IRR jako maksymalny możliwy koszt kapitału danego przedsięwzięcia, przy którym projekt nie przyniesie ani korzyści ani strat – umożliwi wyłącznie odzyskanie włożonego kapitału. IRR, podobnie jak NPV, może służyć do bezwzględnej oceny efektywności bądź do wyboru, uporządkowania projektów z pewnego zbioru alternatyw¹⁴. Wskazać tu należy jednak bazowanie na cenach rynkowych oraz określanie punktu odniesienia efektywności na podstawie rynkowej stopy procentowej, co nie jest wystarczające dla spełnienia rozszerzonego kryterium efektywności.

¹³ Zastrzeżenia te zostaną omówione w dalszej części artykułu, dotyczącej metod alternatywnych

¹⁴ Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na rozbieżności w wynikach między opisanymi powyżej dwiema metodami. Zazwyczaj dają one pokrywające się rezultaty – przedsięwzięcie o wyższej wartości aktualnej netto charakteryzuje się zarazem wyższą wewnętrzną stopą zwrotu. W niektórych przypadkach jednak zależność ta nie zachodzi. Może to mieć miejsce gdy koszty realizacji poszczególnych projektów istotnie się różnią (skala jednego projektu może być dużo wyższa, a co za tym idzie wartość bieżąca netto również, a jednak porównanie wartości IRR może dać odmienne rezultaty) lub gdy rozkład strumieni pieniężnych dochodów i wydatków jest nietypowy (np. gdy strumień przepływów pieniężnych zmienia znak więcej niż jeden raz). Warto również zwrócić uwagę na fakt, że metoda ta, mimo swojej prostoty nie powinna być decydującym kryterium przy przyjęciu bądź odrzuceniu danego projektu. Jej wyniki nie informują bowiem o faktycznych możliwościach wzrostu wartości przedsiębiorstwa, a jedynie o czasie, w jakim firma odzyska poniesione na przedsięwzięcie nakłady. W przypadku rozbieżnych rezultatów obu tych metod zalecane jest kierowanie się wartością NPV przedsięwzięcia, gdyż wybór projektu o wyższej wartości bieżącej netto spowoduje większy bezwzględny przyrost wartości firmy. Zob. J. Czekaj, Z. Dresler: Op. cit., s. 71; E.J. Mishan, E. Quah: Op. cit., s. 139-146.

Inną często wykorzystywaną metodą jest zdyskontowany okres zwrotu z inwestycji. Zdefiniować go można jako przewidywaną liczbę lat niezbędną do wyrównania przez zdyskontowane na określony moment dochody z danego przedsięwzięcia poniesionych na tę inwestycję nakładów (sprowadzonych do tego samego momentu w czasie)¹⁵. Akceptowane są te projekty, których zdyskontowany okres zwrotu nie przekracza pewnej granicznej wielkości (DPB_k – krytyczny, dopuszczalny okres zwrotu¹⁶). W przypadku wyboru spośród kilku przedsięwzięć za najefektywniejsze jest uważane to z najkrótszym okresem zwrotu. Metoda ta ma wiele zalet, wśród których należy przede wszystkim wymienić prostotę obliczeń i zrozumiałość interpretacji, a także ochronę przed ryzykiem zwiększającym się w miarę wydłużania się okresu zwrotu, gdyż metoda ta preferuje przedsięwzięcia o krótkim okresie zwrotu kapitału, a więc niższym poziomie ryzyka. Ma ona jednak te same wady jak dwie wspomniane wcześniej metody, a ze względu na preferowanie przedsięwzięć o najkrótszym okresie potrzebnym do zwrotu nakładów, może pomijać istotne efekty generowane na późniejszych etapach funkcjonowania przedsięwzięcia.

Przedstawione powyżej metody nie wyczerpują oczywiście listy metod „tradycyjnych”, czyli opartych na finansowym kryterium efektywności mierzonej z punktu widzenia inwestora. Takie kryterium efektywności jest wystarczające w przypadku typowych przedsięwzięć komercyjnych, gdzie zdecydowana większość efektów ma charakter prywatny i posiada ceny rynkowe odpowiadające preferencjom społecznym lub zniekształcone w niewielkim stopniu.

Przyjęcie w metodach finansowych cen rynkowych jako podstawy kalkulacji będzie powodować, w odniesieniu do omawianego typu inwestycji, pominięcie pewnych efektów występujących jako zmiany w zasobach o charakterze publicznym. Pozytywne zmiany, które powinny być elementem korzyści inwestycji, i negatywne – składnik kosztów, będą zatem w przepływach z działalności operacyjnej pomijane.

¹⁵ Por. E. J. Mishan, E. Quah: Op. cit., s. 125-126.

¹⁶ Graniczna wielkość DPB może być ustalana np. na podstawie okresu spłaty kredytu, który finansuje projekt lub średnich okresów zwrotu podobnych inwestycji.

Dodatkowo, perspektywa oceny z punktu widzenia inwestora prowadzi do pominięcia w kalkulacji przepływów finansowych efektów zewnętrznych generowanych przez takie projekty, które w istotnym stopniu będą wpływać na dobrobyt społeczności oraz funkcje produkcji innych podmiotów zlokalizowanych na terenie ich oddziaływania.

Ponadto kalkulacja stopy dyskonta w analizach finansowych jest oparta na kategorii kosztu alternatywnego dla inwestora, zatem stopa kalkulacyjna jest przyjmowana na podstawie rynkowych oszacowań kosztu kapitału bądź stopy zwrotu z alternatywnej inwestycji. W przypadku metod statycznych, a także okresu zwrotu można również podnieść niewystarczające ujęcie efektów pojawiających się w dłuższym okresie.

Powyższe zastrzeżenia powodują, że zastosowanie finansowych metod oceny efektywności, mimo że jest możliwe pod względem technicznym, nie powinno stanowić wyłącznego narzędzia oceny przedsięwzięć generujących oddziaływania pozarynkowe z uwagi na możliwe istotne zniekształcenia takiej oceny.

4. Wybrane alternatywne metody oceny efektywności – zalety i wady w świetle rozszerzonego kryterium efektywności

Zdefiniowanie kryterium efektywności w postaci wymogu maksymalizacji dobrobytu całego społeczeństwa powoduje możliwość zastosowania metod odchodzących w pomiarze nakładów i efektów od cen rynkowych. Literatura proponuje tu wiele podejść, poczynając od prostych kalkulacji kosztu jednostkowego, a kończąc na wysublimowanych teoretycznie narzędziach takich, jak analiza kosztów-korzyści czy analiza wielokryterialna¹⁷. Wspólnym mianownikiem tego typu narzędzi jest krytyczne podejście do miernika wartości, jakim są ceny rynkowe albo poprzez próbę ich dostosowania do wartości

¹⁷ Zob. A.E. Boardman, D.H. Greenberg, A.R. Vining, D.L. Weimer: Op. cit.; D. Pearce, G. Atkinson, S. Mourato: *Cost-Benefit Analysis and the Environment. Recent Developments*. OECD 2006, www.oecd.org; Wytyczne do przygotowania inwestycji w zakresie środowiska współfinansowanych przez Fundusz Spójności i Europejski Fundusz Rozwoju Regionalnego w latach 2007-2013. Jaspers, www.mrr.gov.pl; Przewodnik do analizy kosztów i korzyści projektów inwestycyjnych. Raport końcowy przedłożony przez TRT Trasporti e Territorio oraz CSIL Centre for Industrial Studiem. Dyrekcja Generalna ds. Polityki Regionalnej, Komisja Europejska, 16.06.2008, www.mrr.gov.pl

odzwierciedlających rzeczywiste preferencje społeczne, albo poprzez wyeliminowanie ich z analizy i bazowanie na oszacowaniu oddziaływań, np. w jednostkach fizycznych.

Ta część artykułu ma na celu wskazanie zalet i ograniczeń wybranych podejść w aspekcie możliwości spełnienia zdefiniowanego kryterium efektywności. Metody wskazywane jako alternatywa wobec tradycyjnych ujęć finansowych można ująć w czterech grupach wskazanych w tabeli 1.

Tabela 1

Alternatywne metody oceny efektywności inwestycji

Podejście/grupa podejść	Metoda
metody oparte na wskaźnikach kosztów jednostkowych	dynamiczny koszt jednostkowy
	analiza kosztowo-efektywnościowa
	inne formuły kosztu jednostkowego
metody oceny oparte na wielu kryteriach	metody agregujące ocenę w jeden miernik
	metody oceny oparte na programowaniu matematycznym
analiza kosztów-korzyści	analiza kosztów-korzyści
	społeczna analiza kosztów-korzyści
	jakościowa analiza kosztów-korzyści
inne metody oceny efektywności	wybór członków społeczności
	ocena oddziaływania na środowisko
	analiza ryzyka

Źródło: M. Foltyn-Zarychta: *Metody oceny efektywności inwestycji zmieniających dobra środowiskowe – próba klasyfikacji*. „Efektywność źródłem bogactwa narodów” IV konferencja naukowa, 18-20 stycznia 2010, Wrocław-Piechowice (w przygotowaniu).

Grupa podejść oparta na wskaźnikach kosztu jednostkowego pozwala na oszacowanie kosztu przypadającego na jednostkę efektu, którego miernikiem pozostają wartości fizyczne, np. tony. Na uwagę zasługuje tu analiza kosztowo-efektywnościowa, która także po stronie kosztów odchodzi od cen rynkowych poprzez posługiwanie się szacunkami opartymi na cenach cienia kalkulowanych na podstawie skłonności do zapłaty bądź kosztu alternatywnego. Wadą tego typu podejść jest jednak trudność w udzieleniu jednoznacznej odpowiedzi na pytanie, czy planowane nakłady są uzasadnione przyszłymi efektami inwestycji, czyli o tzw. bezwzględną ocenę efektywności. Umożliwiają natomiast ocenę

względna, poprzez porównanie alternatywnych przedsięwzięć¹⁸. Podnieść tu można również zastrzeżenia dotyczące ujmowania efektów w długim okresie, w szczególności w przypadku prostych metod kalkulacji kosztu jednostkowego, pomijających alternatywne możliwości inwestycyjne odzwierciedlane w stopie dyskontowej.

Metody oceny oparte na wielu kryteriach należą do najbardziej zaawansowanych pod względem obliczeniowym. Umożliwiają one całkowite wyeliminowanie z analizy cen rynkowych poprzez wykorzystanie jednostek fizycznych lub odpowiednio znormalizowanych danych. Ze względu na uniwersalność pozwalają na rozwiązywanie szerokiej gamy problemów, począwszy od wyboru lokalizacji, poprzez zadania minimalizacji kosztów czy nakładów, a skończywszy na decyzji odnośnie zidentyfikowania najkorzystniejszego wariantu¹⁹. Podkreślić należy, że chociaż w wersjach podstawowych aspekt czasu jest w analizach pomijany, to uniwersalność konstrukcji narzędzi tego typu umożliwia dość łatwe uwzględnienie tego czynnika, np. poprzez przypisanie odpowiednich wag dla poszczególnych lat objętych analizą. Istotne jest tu również, że w narzędziach tych istnieje możliwość posługiwania się efektami ujętymi w pieniądzu, ale z równie dobrym skutkiem takie szacunki mogą zostać pominięte poprzez wspomnianą wcześniej normalizację²⁰. Niemniej jednak i w tym przypadku problem bezpośredniego porównania nakładów z kosztami i oceny bezwzględnej jest utrudniony, choć można w pewien sposób pominąć go poprzez włączenie do analizy wariantu bezinwestycyjnego, choć przy projektach typu „green field” może to narażać na wiele trudności. Tym niemniej, narzędzia te należy zaliczyć do skomplikowanych w stosowaniu i to zarówno pod względem informacyjnym, jak i obliczeniowym. Uznać je jednak można za stosunkowo dobrze przystosowane do spełnienia rozszerzonego kryterium efektywności.

Za najlepiej dostosowaną do wymogów zdefiniowanego kryterium uchodzi analiza kosztów-korzyści i jej odmiany, ponieważ poprzez przypisanie wszystkim elementom nakładów i efektów wartości pieniężnych opartych na

¹⁸ Np. analiza oparta na dynamicznym koszcie jednostkowym jest zalecana na wstępnym etapie selekcji wariantów inwestycji w studiach feasibility wymaganych do złożenia wniosku o dofinansowanie z funduszy unijnych. Por. Wytyczne do przygotowania..., op. cit., s. 3 oraz 21-28.

¹⁹ Zob. D. Pearce, G. Atkinson, S. Mourato: Op. cit., s. 275

²⁰ Zob. M. Cole, G. Parston: *Unlocking Public Value: A New Model for Achieving High Performance in Public Service Organizations*. John Wiley & Sons, New Jersey 2006, s. 94.

kalkulacji wspomnianych wcześniej cen cienia²¹, umożliwia zarówno bezwzględną, jak i względną ocenę efektywności²². Mając oszacowane wszystkie nakłady i efekty w ujęciu pieniężnym, wraz z odpowiednią wartością kosztu kapitału, określenie efektywności inwestycji sprowadza się do procedury identycznej jak w przypadku kalkulacji metod finansowych (wspomniane wcześniej NPV czy IRR), z tą różnicą, że tutaj zawartość rocznych przepływów pieniężnych oraz wysokość stopy dyskontowej są dostosowane do wymogów CBA, a więc muszą uwzględniać wszystkie pozytywne i negatywne oddziaływania, także te niedotyczące bezpośrednio samego inwestora. Sprawia to, że narzędzie to jest wymagające przede wszystkim na etapie pozyskiwania informacji, natomiast sama procedura obliczeniowa nie różni się zasadniczo od powszechnie używanych metod finansowych. Narzędzie to nie jest jednak wolne od wad, wśród których podnoszone jest m.in. traktowanie procedury jako pewnego automatycznego mechanizmu informującego o prawdziwych potrzebach ludzkich, oparcie się na wąsko rozumianym utylitaryzmie, założenie wyłącznie potencjalnej kompensaty dla tracących w wyniku odejścia od kryterium Pareto czy pewną hipotetyczność szacunków opierającą się na założeniu, że jednostki są w stanie określić swoje preferencje i dokonywać racjonalnych wyborów we wszystkich sytuacjach²³. Zastrzeżenia są również podnoszone odnośnie ujmowania oddziaływań pojawiających się w długim okresie, szczególnie tych o charakterze międzygeneracyjnym. Tutaj problem związany z wykorzystaniem stopy rynkowej prowadzącej do nadmiernego uszczuplenia przyszłych korzyści, pozostaje daleki od rozwiązania ze względu na mnogość koncepcji oferujących potencjalne rozwiązania problemu²⁴. Sprawia to, że analiza kosztów-korzyści jest narzędziem dość dalekim od ideału, w szczególności w przypadku pieniężnej wyceny efektów nie mających odpowiedników rynkowych, gdzie np.

²¹ Szeroko o cenach cienia piszą m.in. E.H. Londero: Op. cit.; *A Primer on Nonmarket Valuation* Edited by P.A. Champ, K.J. Boyle, T.C. Brown: Kluwer Academic Publishers, Dordrecht-Boston-London 2003; *Determining the Value of Non-Marketed Goods*. Edited by R.J. Kopp, W.W. Pommerehne, N. Schwarz. Kluwer Academic Publishers, Dordrecht-Boston-London 1997

²² Zob. R.O. Zerbe Jr., A.S. Bellas: *A Primer for Benefit-Cost Analysis*. Edward Elgar, Cheltenham, UK – Northampton, USA 2006; H. Campbell, R. Brown: *Benefit-Cost Analysis. Financial and Economic Appraisal Using Spreadsheets*. Cambridge University Press, Cambridge 2003; D. Pearce, G. Atkinson, S. Mourato: Op. cit.

²³ Zob. R.O. Zerbe Jr., A.S. Bellas: Op. cit., s. 10-37

²⁴ Zob. M. Foltyn-Zarychta: *Efekty międzygeneracyjne – etyczne aspekty dyskontowania*. W: *Inwestycje. Wybrane zagadnienia*. Prace i Materiały, nr 1/1, Wydział Zarządzania, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 2010.

proponowana metoda wyceny warunkowej, jest również narażona na wiele błędów związanych z hipotetycznym charakterem rynku dla wycenianego dobra, poczynając od problemu „jeźdźca na gapę”, poprzez m.in. dobór sposobu płatności, a skończywszy na błędach wynikających z teorii perspektywy²⁵.

W przypadku pozostałych metod trudno wskazać wspólny, łączący je rys, z wyjątkiem próby odejścia od cen rynkowych. Wybór członków społeczności opiera się na założeniach demokracji deliberatywnej, gdzie decyzja lub rekomendacja danego projektu jest oddawana w ręce wybranej grupy osób ze społeczności, na którą inwestycja będzie oddziaływać. Pozwala to na jakościową ocenę zamierzenia inwestycyjnego i przynajmniej częściowe odejście od szacunków rynkowych²⁶. Dwa kolejne narzędzia są stosowane w odniesieniu do projektów oddziałujących na środowisko w celu ilościowego oszacowania wpływu bądź analizy ryzyka projektu. Tu również wyniki nie będą ujmowane w wartościach pieniężnych, choć rezultaty mogą być niewystarczające do podjęcia decyzji o realizacji bądź odrzuceniu projektu²⁷. O ile wybór dokonywany przez obywateli, przy założeniu, że kierują się oni racjonalnymi przesłankami, może być traktowany jako forma pewnego rodzaju intuicyjnej oceny efektywności, porównania nakładów z efektami w ujęciu jakościowym prowadzącego do decyzji inwestycyjnej, to w przypadku oceny oddziaływania na środowisko oraz analizy ryzyka narzędzia te należy traktować raczej jako etap wstępny do właściwej oceny efektywności. Spełniają one bowiem zdefiniowane kryterium efektywności jedynie częściowo – umożliwiają pominięcie szacunków rynkowych, ale pozwalają jedynie na ograniczone porównanie alternatywnych wariantów inwestycji poprzez zestawienie ich oddziaływań czy szacunków odnośnie wskaźników ryzyka. Brakuje tu odniesienia do nakładów projektu, co nie pozwala na udzielenie ostatecznej odpowiedzi na pytanie, czy otrzymane efekty uzasadniają ponoszone koszty lub czy efektem projektu będzie możliwie najwyższy przyrost dobrobytu.

Podsumowując, choć literatura przedmiotu proponuje wiele narzędzi pozwalających na ocenę opłacalności inwestycji generujących oddziaływania o charakterze pozarynkowym, nie jest możliwe wskazanie metody w pełni od-

²⁵ Zob. C.L. Spash, N. Hanley: *Cost-Benefit Analysis and the Environment*. Edward Elgar, Aldershot 1994, s. 58-62.

²⁶ R. Pernan, Y. Ma, J. McGilvray, M. Common: *Op. cit.*, s. 116.

²⁷ D. Pearce, G. Atkinson, S. Mourato: *Op. cit.*, s. 271-272.

powiadającej rozszerzonemu kryterium efektywności. W każdym z wymienionych przypadków istnieją przesłanki ograniczające mniej lub bardziej wiarygodność uzyskiwanych wyników.

Podsumowanie

Inwestycje generujące oddziaływania pozarynkowe wymagają niewątpliwie więcej uwagi na etapie oceny efektywności w porównaniu z przedsięwzięciami, gdzie wszystkie nakłady i efekty znajdują odzwierciedlenie w transakcjach na efektywnych rynkach. Pomiar opłacalności z punktu widzenia inwestora nie ujmuje w tym przypadku wszystkich istotnych elementów, jakie powinny znaleźć swoje miejsce w analizie, co powoduje potrzebę rozszerzenia tego kryterium.

Ocena opłacalności powinna zatem uwzględniać wszystkie oddziaływania projektu, niezależnie od miejsca powstania, a także odejść od wyceny opartej wyłącznie na cenach rynkowych, zarówno dla poszczególnych elementów nakładów i efektów, jak i dla kosztu kapitału, co istotne jest szczególnie w przypadku oddziaływań o charakterze długoterminowych.

Tradycyjne metody oceny, które opierają się na wartościach generowanych przez system księgowości inwestora oraz oszacowania rynkowe, są zatem niewystarczające ze względu na fakt pomijania zniekształceń w cenach charakterystycznych dla analizowanego typu przedsięwzięć, zarówno odnośnie do uwzględnienia wszystkich oddziaływań, jak i momentu ich pojawienia się.

Z drugiej strony wskazywane w literaturze podejścia mające stanowić alternatywę dla metod finansowych, również nie są wolne od wad. Pozwalają one co prawda na szersze ujęcie nakładów i efektów, nie gwarantują jednak pełnej oceny efektywności. Jako przyczyny można tu wymienić m.in. trudności w pomiarze bezwzględnej efektywności pojedynczego projektu, niewystarczające ujmowanie długiego horyzontu czasowego czy niejednoznaczność w pomiarze efektów na podstawie rynków hipotetycznych.

Wypracowanie uniwersalnej metody oceny inwestycji, dającej wiarygodne rezultaty, jest niewątpliwie zadaniem niezmiernie trudnym. Odpowiednie zdefiniowanie kryterium efektywności jest pierwszym etapem poszukiwania takiego narzędzia, a udoskonalanie metod już istniejących – na podstawie założeń teoretycznych – może w efekcie doprowadzić do uzyskania rezultatów, gdzie wyeliminowane będą ich najistotniejsze ograniczenia.

**THE EFFECTIVENESS CRITERION OF INVESTMENTS GENERATING
NON-MARKET EFFECTS IN THE LIGHT OF THEORETICAL CAPACITY
OF PROJECT EVALUATION METHODS APPLICATION**

Summary

The article concerns the problem of formulating theoretically correct effectiveness criterion the light of evaluation methods available for the investments that generate non-market effects. The author compared here classical financial criterion with the extended one as well as analyzed the abilities of assessment methods application. The analysis includes the methods that use market information and alternative approaches allowing for the extension of the traditional criterion by elements that are subject to ineffective market trade.

Krystian Pera

DYLEMATY DOBORU ORAZ INTEPRETACJI DISKONTOWYCH MIERNIKÓW OCENY EFEKTYWNOŚCI PROJEKTÓW INWESTYCYJNYCH

Wstęp

Kwestia wyboru kryterium oceny projektu inwestycyjnego nie należy do zadań prostych i dodatkowo jest czasami obciążona pewną dozą niewłaściwego myślenia o istocie rachunku efektywności, w szczególności w zakresie wartości poznawczej poszczególnych metod oceny efektywności. Przystępując do wartościowania walorów poznawczych wybranych metod oceny opartych na saldach zdyskontowanych strumieni przepływów pieniężnych, należy najpierw określić, które mierniki są przedmiotem analizy, doprecyzować kwestie terminologiczne oraz wskazać na źródła niejednoznaczności interpretacyjnych.

Przedmiotem opracowania są dyskontowe metody oceny efektywności projektów inwestycyjnych. Jest to grupa powszechnie stosowanych mierników oceny, jednak interpretacja uzyskiwanych wyników nie zawsze odpowiada samej istocie i konstrukcji tych metod, co może prowadzić do błędnych decyzji inwestycyjnych. W związku z tym, celem opracowania jest wskazanie prawidłowych kryteriów i sposobów doboru mierników dyskontowych oraz przedstawienie, jak należy interpretować uzyskiwane wyniki, ze szczególnym uwzględnieniem wyodrębnionych niejednoznacznych sytuacji decyzyjnych.

1. Zakres analizy

Spółród metod dyskontowych, które – jak wykazują badania empiryczne w zakresie sposobów oceny inwestycji w przedsiębiorstwach – należą do najczęściej wykorzystywanych w praktyce, dominującą rolę odgrywają mierniki

wartości bieżącej netto (NPV) oraz wewnętrzna stopa zwrotu (IRR). Dalece jednak nie wyczerpuje to zakresu metod dyskontowych. W tej grupie znajdują się także zmodyfikowana wewnętrzna stopa zwrotu (MIRR), zmodyfikowana wartość NPV (MNPV), wskaźnik NPV Ratio (NPVR), ekonomiczna wartość bieżąca oznaczona jako ENPV, ekonomiczna wewnętrzna stopa zwrotu oznaczona jako EIRR bądź ERR¹, prosty i zdyskontowany okres zwrotu oraz wskaźnik zyskowności PI. Kwestia każdorazowego wyboru spośród wymienionych, najlepszych mierników oceny efektywności, takich, które są właściwe dla ocenianych projektów, oraz wskazówki dotyczące poprawności interpretacyjnej stanowią zasadniczy obszar analizy w niniejszym opracowaniu.

Do obszaru analizy włączono także wybrane aspekty doboru stopy dyskonta, jej istotę, wewnętrzną treść oraz jej poziom. Stopa ta łączy wszystkie wymienione mierniki i jest równocześnie jednym z ważniejszych parametrów, który determinuje wartość poznawczą uzyskiwanych wyników oceny.

W niniejszym opracowaniu przedstawiono sposób wartościowania mierników oceny efektywności w zależności od rodzaju i specyfiki analizowanego projektu inwestycyjnego, według kryterium maksymalizacji wartości poznawczej, w zakresie wyboru przedsięwzięcia lub wariantu przedsięwzięcia najbardziej efektywnego. Wbrew bowiem opinii – z którą można spotkać się w praktyce – nie są to miary równorzędne, wprost porównywalne, ani w pełni uniwersalne. Nie jest też tak, że każdorazowo wystarczy jeden miernik, a także – co często jest podkreślane w literaturze – w określonych sytuacjach decyzyjnych poszczególne mierniki mogą dawać sprzeczne sygnały co do wartości projektu, bądź mogą nie dawać żadnych podstaw do podjęcia decyzji inwestycyjnej.

¹ Odróżnienie postaci NPV od ENPV oraz IRR od ERR sugerują m.in. Wytyczne Komisji Europejskiej w zakresie sposobów oceny efektywności projektów inwestycyjnych, 2006. Proponuje się tradycyjnie rozumiane NPV traktować jako finansowe NPV (FNPV), IRR jako finansowe FIRR, a poszerzenie granic układu oceny o walory poza wprost finansowe prowadzi do stosowania mierników oceny ekonomicznej (a nie tylko finansowej) w postaci wymienionych wcześniej ENPV oraz EIRR. Warto w związku z tym zauważyć, że to poszerzenie granicy oceny jest pewnym stadium pośrednim pomiędzy metodami dyskontowymi a analizą kosztów-korzyści, znaną w literaturze jako *Cost Benefit Analysis*. Istota rozróżnienia pomiędzy miernikami dyskontowymi w ich czysto finansowej i ekonomicznej postaci jest zawarta w różnorodnych zaleceniach i dokumentach Dyrekcji Generalnej ds. Polityki Regionalnej Komisji Europejskiej, np. w Wytycznych dotyczących metodologii przeprowadzania analizy kosztów i korzyści. Metodologiczne dokumenty robocze. Bruksela 2006.

2. Rachunek bezwzględny i względny

Istnieją dwie koncepcje rozumienia istoty rachunku tzw. bezwzględnego, a zatem istnieją też dwie koncepcje rozumienia rachunku względnego. Według pierwszej, dominującej koncepcji, rachunek jest bezwzględny, jeśli jego wynik wyraża się w pieniądzu, i w ten sposób staje się źródłem informacji o wartości całego projektu inwestycyjnego, ale nie jest źródłem informacji o efektywności każdej zaangażowanej jednostki nakładów inwestycyjnych. Miara jest według tego rozumienia bezwzględna, jeśli odpowiada na pytanie: jaką w sumie nadwyżkę wygeneruje oceniany projekt, bez odpowiedzi na pytanie o rentowność zaangażowanych nakładów kapitałowych. Najbardziej typowym i najpowszechniejszym przykładem miernika bezwzględnego jest wartość NPV, która jest miarą nadwyżki, ale nie jest wprost miarą rentowności.

Idąc tym tokiem rozumowania, rachunek jest względny, jeśli poziom uzyskanych efektów odnosi się bezpośrednio do poziomu zaangażowanych nakładów inwestycyjnych, czyli każdy miernik typu stopa zwrotu jest miarą względną. Te mierniki odpowiadają na pytanie o poziom rentowności, ale nie udzielają odpowiedzi na pytanie o całkowity poziom dochodowości. Wśród metod dyskontowych typowymi miernikami względnymi są stopy zwrotu IRR oraz MIRR.

Różnica pomiędzy miernikami bezwzględnymi i względnymi posiada swe praktyczne znaczenie. Przykładowo zdyskontowany dochód na poziomie 1 tys. zł ma zupełnie inny „ciężar gatunkowy”, jeśli wymagał zaangażowania nakładu na poziomie również 1 tys. zł, a inna jest ocena tego dochodu, jeśli jego osiągnięcie wymagało zaangażowania np. 10 tys. zł. W obu przypadkach NPV będzie na tym samym poziomie (ponieważ jest miarą bezwzględną), a każda postać stopy zwrotu wykaże różnice pomiędzy tymi dwoma wariantami (ponieważ stopa zwrotu jest miarą względną – przynajmniej według tej koncepcji różnicowania mierników). Pierwsza wskazówka, jaka pojawia się w tym obszarze, związana z analizą wartości poznawczej poszczególnych mierników oceny to sugestia, że NPV i IRR są miarami, komplementarnymi, a nie są miarami, które się wzajemnie zastępują. To z kolei oznacza, że dość często pojawiające się – zwłaszcza w praktyce gospodarczej – pytanie NPV czy IRR, jest źle postawione, ponieważ są to dwie różne miary, zatem należy stosować zarówno NPV, jak i IRR/MIRR, przy równoczesnym, głębokim rozumieniu ich istoty.

Druga, odmienna koncepcja rozróżnienia rachunku bezwzględnego i względnego odnosi się do oceny wariantowości realizacji projektów inwestycyjnych. W myśl tej koncepcji, jeżeli celem oceny jest porównanie kilku możliwych wariantów realizacyjnych tego samego przedsięwzięcia inwestycyjnego, wówczas rachunek jest względny, a jeżeli ocenie podlega opłacalność jednego możliwego wariantu realizacji, wówczas rachunek – według tej koncepcji – jest rachunkiem bezwzględnym i to obojętnie, które mierniki będą zastosowane². W tym rozumieniu tak NPV, jak i IRR oraz każdy inny miernik dyskontowy może być zarówno elementem oceny bezwzględnej, jak też względnej.

Autor niniejszego opracowania preferuje pierwsze z wymienionych podejść, rezerwując kategorię względności do miar, które są wyrażone w ułamku, czyli procencie. Takie też rozumienie tych ujęć będzie stosowane w dalszej części opracowania. W związku z tym, że nie ma w literaturze jednoznacznych wskazań w tym obszarze, należałoby każdorazowo w analizach efektywności definiować istotę rachunku, aby uniknąć nieporozumień interpretacyjnych, chociaż samo to rozróżnienie nie odpowiada jeszcze wprost na pytanie o kryteria doboru poszczególnych mierników.

3. Wartość bieżąca netto oraz ekonomiczna wartość bieżąca netto – istota, walory poznawcze, sposób interpretacji

Miernik NPV należy do najczęściej opisywanych w literaturze, zatem można w tym miejscu pominąć przedstawianie wszelkich jego formalnych postaci. Chodzi tutaj bardziej o treść, wartość poznawczą oraz interpretację uzyskiwanych każdorazowo wyników.

Występują dwie podstawowe determinanty warunkujące walory tego miernika:

- a) prawidłowy szacunek nominalnych wartości dodatnich oraz ujemnych przepływów pieniężnych,
- b) prawidłowy dobór stopy dyskonta.

² Takie rozróżnienie rachunku bezwzględnego i względnego proponuje np. W. Rogowski (*Rachunek efektywności inwestycji*. Wolters Kluwer Business, Kraków 2008).

Sposób szacowania przepływów pieniężnych może być źródłem wielorakich błędów. Po pierwsze, należy każdorazowo odpowiedzieć na pytanie o cel oceny, rozumiany tutaj jako wartość projektu „dla kogo”? Trzeba rozróżnić dwie podstawowe, choć różniące się postaci wartości i efektywności. Można oceniać projekt z punktu widzenia wszystkich stron finansujących oraz z punktu widzenia dawców jedynie kapitału własnego. W pierwszym przypadku, NPV powinna odpowiedzieć na pytanie o finansowy potencjał dochodowości analizowanego projektu dla wierzycieli i udziałowców, zaś w drugim przypadku – o wartość projektu jedynie dla udziałowców.

W zakresie ujmowania nominalnych wartości przepływów pieniężnych występują istotne różnice, zwłaszcza w zakresie kosztu kapitału, sposobu ujmowania odsetek od zaciągniętych kredytów, rat kapitałowych. Pominięcie tego rozróżnienia każdorazowo skutkuje brakiem wiarygodności uzyskanych wyników i niską ich wartością poznawczą. W skrajnym przypadku uzyskuje się błędne wskazania co do decyzji inwestycyjnej.

Z kolei w zakresie ujmowania stopy dyskonta zagrożeń popełnienia błędu jest sporo. Po pierwsze należy zauważyć, że odpowiedź na pytanie, czy ocena jest dokonywana z punktu widzenia udziałowców, czy wszystkich stron finansujących determinuje dobór stopy dyskonta. Najpewniej jest przyjmować zasadę, że stopą dyskonta jest koszt kapitału. Jednak to, co różnicuje te podejścia, to sama istota kosztu kapitału. W ujęciu efektywności dla wszystkich stron finansujących chodzi o średni ważony koszt kapitału (WACC), a w ujęciu dla udziałowców (dawców kapitału własnego) kosztem kapitału jest stopa zwrotu jakiej oczekują udziałowcy.

Alternatywnym, dopuszczalnym sposobem rozumienia poziomu stopy dyskonta jest przyjmowanie jej na poziomie stopy wolnej od ryzyka. Z kolei niedopuszczalnym (a występującym w praktyce) sposobem wyznaczania stopy dyskonta jest metoda „ad hoc”, która ma robocze warianty typu „inni przyjęli stopę dyskonta na takim poziomie” lub „taką stopę można znaleźć w Internecie”, „poprzedni projekt miał taką stopę dyskonta”. Każde takie rozumowanie powoduje, że wartość poznawcza wyników jest nikła, w ostateczności myląca.

Wreszcie, w zakresie preferencji co do stopy dyskonta, wyjaśnienia wymaga kwestia jej ujmowania na poziomie stopy nominalnej czy też realnej – tzn. przeliczonej przy pomocy równania Fishera dla „oczyszczenia” jej z wpływu inflacji. Każdorazowo decyduje tutaj rodzaj przyjętych cen w rachunku nominalnych przepływów pieniężnych. Jeżeli w rachunku efektywności

zastosowanie mają ceny bieżące, wówczas należy stosować stopę dyskonta na poziomie nominalnym, jeżeli zaś rachunek jest prowadzony w cenach stałych, wówczas nominalną stopę dyskonta należy przeliczyć na stopę realną, wykorzystując do tego celu znaną powszechnie postać równania Fishera.

W przypadku, gdy dopuszczalne są różne sposoby rozumienia poziomu stopy dyskonta, powinno to oznaczać, że interpretacja poziomu wyliczonego NPV nie może odbywać się w oderwaniu od poziomu przyjętej stopy. Podstawowa i rozstrzygająca zależność polega na tym, że NPV jest miarą wartości projektu ponad (dla dodatnich wartości NPV) lub poniżej poziomu stopy dyskonta (dla ujemnych wartości NPV), a nie poziomem efektywności w ogóle. Przykładowo, NPV na poziomie 1 tys. zł przy 5% stopie dyskonta oznacza mniej niż ten sam 1 tys. zł przy 10% stopie dyskonta. Zatem prawdziwa – w sensie ogólnym – teza, że projekt ma tym wyższą wartość im wyższe jest NPV, jest zasadna przy spełnieniu dodatkowego milczącego założenia równości stóp dyskonta³. Dla różnych poziomów stopy dyskonta wartości NPV nie są z sobą wprost porównywalne. Można wykazać, że w określonych sytuacjach niższe NPV będzie oznaczało lepszy projekt, co ilustruje poniższy liczbowy przykład.

¹Tabela 1

Wartość NPV hipotetycznego projektu I
(stopa dyskonta = 5 %)

Lata	0	1	2	3	4
Nakłady inwestycyjne	-500	0	0		0
Wpływy CIF	0	250	400	500	250
Wydatki COF (bez nakładów)	0	-100	-150	-200	-100
NCF	-500	150	250	300	150
Współczynnik dyskonta (a_t)	1	0,952381	0,907029	0,863838	0,822702
$NCFa_t$	-500	142,86	226,76	259,15	123,40
Stopa dyskonta 5%	NPV = 252,17 zł				

³ Przy czym ta równość może być znów dwójako rozumiana. Po pierwsze, może to być równość w sensie treści stopy dyskonta, tzn. np. w każdym przypadku koszt kapitału. Wówczas wartość NPV odpowiada na pytanie o poziom efektów względem kosztu kapitału (nawet jeśli jest on różny dla porównywanych przedsięwzięć). Może też to być równość w sensie wartości liczbowej, np. 10%, wówczas wartość NPV odpowiada na pytanie o wartość projektu względem 10% stopy.

Tabela 2

Wartość NPV hipotetycznego projektu II
(stopa dyskonta = 20 %)

Lata	0	1	2	3	4
Nakłady inwestycyjne	-300	0	0		0
Wpływy CIF	0	250	400	500	250
Wydatki COF (bez nakładów)	0	-100	-150	-200	-100
NCF	-300	150	250	300	150
Współczynnik dyskonta (a_0)	1	0,8333	0,6944	0,5787	0,4822
$NCFa_t$	-300	125	173,61	173,61	72,34
Stopa dyskonta 20%	NPV = 244,56 zł				

Bezpośrednie i powierzchowne porównanie wartości NPV preferowałoby wariant pierwszy, co w tym przypadku jest błędną wskazówką. Jak wynika z danych w tabelach, oba warianty mają te same wartości operacyjnych przepływów pieniężnych, tylko w pierwszym wariantcie nakłady inwestycyjne wynoszą 500 zł, a w drugim 300 zł. Znacznie wyższa stopa dyskonta powoduje jednak, że ostatecznie wariant drugi ma niższą wartość NPV, mimo korzystniejszej relacji operacyjnych przepływów pieniężnych do nakładów inwestycyjnych.

Gdyby stopą dyskonta był w tym przykładzie średni ważony koszt kapitału, przy dominacji finansowania kapitałami obcymi, wówczas to porównanie byłoby miarodajne, znaczna bowiem część nadwyżki musi być przeznaczona na zaspokojenie finansowych roszczeń wierzycieli. Jeżeli jednak stopą dyskonta jest koszt kapitału własnego, czyli stopa zwrotu z kapitału, wówczas interpretacja nie jest już tak jednoznaczna. Udziałowiec bowiem w pierwszym przypadku uzyskuje kwotę 252,17 zł ponad pięcioprocentową stopę zwrotu, zaś w drugim przypadku niższy poziom, tj. 244,56 zł, jednak ponad dwudziestoprocentową stopę zwrotu. Konkluzja w tym przypadku jest taka, że należałoby wybrać wariant o niższym NPV. Wypływa z tego również bardziej ogólny wniosek stanowiący, że wartości NPV przy porównywaniu muszą mieć każdorazowo odniesienie do przyjętej stopy dyskonta, wówczas jedynie można hierarchizować oceniane projekty inwestycyjne.

Pojawia się także czasami teza, że wadą NPV jest fakt nieuwzględniania kosztu alternatywnego, czyli najlepszego odrzuconego wariantu zaangażowania dyspozycyjnego kapitału. Ta teza również jest nieprawdziwa. Otóż, dla za-

angażowanych kapitałów własnych koszt alternatywny jest zawarty w samej stopie dyskonta, ponieważ ta, będąc stopą zwrotu dla udziałowców inkorporuje w sobie fakt, że zaangażowanie środków w jedno przedsięwzięcie inwestycyjne wyklucza możliwość alternatywnego zaangażowania tego samego kapitału. Jeżeli inwestor-dawca kapitału własnego zachowuje się racjonalnie, to koszt alternatywny jest w NPV uwzględniony. Z kolei dla kapitałów obcych, alternatywny koszt zasadniczo nie występuje, ponieważ kapitały obce jako dłużne, pozyskuje się z góry na wcześniej ustalony cel, sama kalkulacja kosztów alternatywnych jest przedmiotem wcześniejszej kalkulacji inwestora. Nie można bowiem dopiero na etapie pozyskiwania kapitału obcego zastanawiać się, jak go ułożyć.

Z kolei różnice pomiędzy finansowym miernikiem NPV a tzw. ekonomicznym ENPV, dotyczą przede wszystkim zakresu wartości wchodzących do rachunku przepływów pieniężnych i to zarówno po stronie wpływów, jak i wydatków. Sugeruje się w tym przypadku, aby poszerzyć zakres znaczeniowy przepływów i uwzględniać również te, które mają zewnętrzny charakter. To poszerzenie zakresu wartości zbliża ocenę czysto finansową do szerszej, oceny ekonomicznej, zawierającej w sobie ekwiwalent efektów zewnętrznych (pozytywnych, jak i negatywnych). Drugą odrębnością pomiędzy NPV a ENPV jest sama stopa dyskonta. W ocenie ekonomicznej jest preferowana społeczna, a nie finansowa stopa dyskonta. Różnica pomiędzy tymi stopami polega na tym, że jej poziom odzwierciedla społeczne preferencje dla realizacji ocenianego projektu⁴. Dla projektów społecznie użytecznych stopa dyskonta przyjmuje niższe wartości niż stopa finansowa, a dla projektów społecznie niekorzystnych stopa dyskonta jest odpowiednio wyższa od stopy finansowej. Uwzględniając te odrębności sama interpretacja wyników ENPV nie odbiega co do istoty od finansowego ujęcia NPV.

4. Stopy zwrotu IRR, MIRR, NPVR

Wszystkie wymienione w tytule wskaźniki są zróżnicowanymi postaciami stóp zwrotu, opierającymi się na zdyskontowanych saldach przepływów pieniężnych. Są zatem względnymi miarami efektywności. To jednak

⁴ O istocie i sposobach szacowania społecznych stóp dyskonta piszą m.in. M. Foltyn-Zarychta: *Analiza kosztów-korzyści w ocenie efektywności inwestycji proekologicznych*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2008; S. Kasiewicz, W. Rogowski: *Ocena opłacalności inwestycji społecznych*. „Bank i Kredyt” 2006, nr 1.

nie oznacza, że są one w pełni substytucyjne i dowolnie można je dobierać do procedury oceny. Mimo, że wszystkie te mierniki są stopami zwrotu, to są to różne stopy zwrotu, o różnej wartości poznawczej, a zatem odmiennej interpretacji co do poziomu efektywności przedsięwzięcia inwestycyjnego. IRR oraz MIRR są podobne co do wewnętrznej ich filozofii (z jedną podstawową różnicą dotyczącą stopy reinwestycji dodatnich przepływów pieniężnych), NPVR stanowi odrębną kategorię. Jaka jest podstawowa różnica pomiędzy tymi stopami zwrotu?

IRR, jak wiadomo, jest taką hipotetyczną stopą dyskonta, przy której NPV wynosi zero, czyli jest to stopa zwrotu, dla której suma zdyskontowanych dodatnich przepływów pieniężnych, jest równa sumie zdyskontowanych ujemnych przepływów pieniężnych, ujętych jako moduł z liczby. Przy czym, stopa reinwestycji dodatnich przepływów pieniężnych również wynosi IRR, co osłabia walory poznawcze tego miernika i to tym bardziej, im lepszy jest oceniany projekt. Trudno bowiem zakładać, że na rynku finansowym znajdują się sposoby alokacji nadwyżek dające stopę zwrotu na poziomie bardzo wysokiego IRR. Ze względu na tę wadę powstała modyfikacja tej stopy w postaci MIRR, w której przyjmuje się, że stopa reinwestycji dodatnich przepływów pieniężnych będzie inna niż IRR. Oznacza to przyjęcie możliwych do osiągnięcia różnych stóp reinwestycji i najczęściej przyjmuje się poziom kosztu kapitału. Zakłada się w ten sposób, że na rynku finansowym można zaangażować kapitały na ten sam procent, na jaki można pozyskać kapitały. Literatura przedmiotu wyjaśnia te zagadnienia wyczerpująco. IRR oraz MIRR należą zatem do tej samej grupy mierników, jednak są różnymi miernikami w zakresie ich wartości poznawczej.

Stopa NPVR również wymaga doprecyzowania interpretacyjnego. Trzeba najpierw rozważyć, jakie są podstawowe różnice pomiędzy IRR/MIRR a NPVR, oraz co te różnice oznaczają dla interpretacji wyników, ponieważ istota tej stopy jest odmienna. Otóż NPVR, będąc relacją wartości NPV do bieżącej (zdyskontowanej) wartości nakładów inwestycyjnych zaangażowanych do osiągnięcia NPV, informuje ile wartości bieżącej netto projektu przypada na jednostkę wartości bieżącej nakładów inwestycyjnych. NPVR, np. na poziomie 0,5, oznacza, że na każdą jednostkę nakładów inwestycyjnych wyrażonych ich bieżącą wartością przypada 0,5 zł NPV. Wszystkie te wartości, ze względu na wcześniejsze dyskontowanie, są ponad (dla wartości dodatnich NPV) lub poniżej (dla wartości ujemnych NPV) przyjętej stopy dyskonta. Z istoty tych

trzech stóp zwrotu wynika, że IRR oraz NPVR opierają się na jednej stopie procentowej (stopa dyskonta), a MIRR bazuje na dwóch stopach procentowych (stopa dyskonta oraz stopa reinwestycji). W związku z tym mierniki te nie są wprost substytucyjne i każdy musi być inaczej interpretowany.

IRR na przykładowym poziomie 15% oznacza graniczny poziom kosztu kapitału, przy którym warto jeszcze realizować projekt, ponieważ dla tej stopy dyskonta $NPV = 0$. Z kolei MIRR – idąc tym sposobem myślenia – na takim poziomie oznacza graniczny poziom kosztu kapitału przy urealnionym poziomie stopy reinwestycji. Z kolei NPVR na poziomie 15% oznacza, że na każdą jednostkę zdyskontowanych nakładów inwestycyjnych przypada 0,15 zł NPV. NPVR jest zatem zależne od przyjętej stopy dyskonta, zaś IRR oraz MIRR nie zależą od stopy dyskonta.

Z tego porównania wynika także, że MIRR jako jedna z podstaw decyzji inwestycyjnych posiada przewagę nad IRR, ponieważ lepiej oddaje realne warunki rynku kapitałowego. Wyniki obliczeń szeregujące warianty inwestycyjne dla typowych projektów inwestycyjnych będą podobne. Przy czym projekt jest typowy, jeśli jego stopa zwrotu nie odbiega znacząco od kosztu kapitału, a przepływy pieniężne netto w okresie obliczeniowym nie zmieniają często znaku. W takiej sytuacji jakościowej różnicy pomiędzy tymi miernikami nie ma. Są to podobne, jednak nie tożsame miary, łączy je przede wszystkim to, że wszystkie są jako stopy zwrotu względne i opierają się na wielkościach zdyskontowanych.

Dla hipotetycznego przykładu z tabel 1 oraz 2 przedstawiono w tabelach 3 i 4 omawiane stopy zwrotu IRR oraz MIRR.

Tabela 3

Wewnętrzne stopy zwrotu IRR oraz MIRR dla analizowanego projektu I
(stopa dyskonta = 5%)

Stopa reinwestycji (rei)		IRR	MIRR	
rei < IRR	5,00%	24,46%	16,29%	MIRR < IRR
rei < IRR	10,00%		18,39%	MIRR < IRR
rei = IRR	24,46%		24,46%	MIRR = IRR
rei > IRR	30,00%		26,79%	MIRR > IRR

Tabela 4

Wewnętrzne stopy zwrotu IRR oraz MIRR dla analizowanego projektu II
(stopa dyskonta = 20%)

Stopa reinwestycji (rei)		IRR	MIRR	
rei < IRR	5,00%	56,79%	32,13%	MIRR < IRR
rei < IRR	10,00%		34,51%	MIRR < IRR
rei = IRR	56,79%		56,79%	MIRR = IRR
rei > IRR	60,00%		58,31%	MIRR > IRR

Wybór wariantu projektu na podstawie stóp zwrotu IRR oraz MIRR wskazuje na wariant drugi, chociaż jak pokazują tabele, w ramach każdego projektu stopa reinwestycji dodatnich przepływów pieniężnych jest na zróżnicowanym poziomie i także determinuje wartość projektu. Stopa IRR dla wariantu pierwszego wynosi 24,46%, a dla wariantu drugiego 56,79%. Wskazanie zatem drugiego wariantu jako preferowanego jest odmienne niż wynikałoby to z analizy wartości NPV ponieważ: $NPV_{(w.I)} > NPV_{(w.II)}$ z kolei $IRR_{(w.I)} < IRR_{(w.II)}$. Tak wysokie stopy IRR nie dają nadziei na ich replikowanie na rynku kapitałowym – i to jest rola stopy zmodyfikowanej. Poziom stopy reinwestycji niejako różnicuje wewnętrzną treść IRR. Im wyższa stopa reinwestycji, tym wyższe MIRR i to tak, że jeżeli stopa reinwestycji jest równa IRR wówczas $MIRR = IRR$. Zachodzą w związku z tym następujące uogólniające zależności:

1. Jeżeli $IRR > rei \Rightarrow MIRR < IRR$.
2. Jeżeli $IRR = rei \Rightarrow MIRR = IRR$.
3. Jeżeli $IRR < rei \Rightarrow MIRR > IRR$.

Brak zgodności wyników w analizie NPV oraz tych dwóch stóp zwrotu wynika z różnych poziomów stóp dyskonta ($w.I < w.II$) oraz różnego poziomu nakładów inwestycyjnych ($w.I > w.II$). Kierunki tych zależności są odwrotne, co dodatkowo utrudnia porównanie wyników. Te problemy nie występują przy analizie stóp zwrotu. Różnica w interpretacji polega również na tym, że NPV oddaje skalę inwestycji, natomiast stopy zwrotu nie. W praktyce oznacza to, że dla projektów dużych preferuje się miernik NPV (ponieważ daje wysokie wartości), a dla projektów małych preferuje się stopy zwrotu (ponieważ „ukrywają” niskie wartości NPV). Taki jednak dobór mierników oceny należy jednoznacznie uznać za błędny.

Wewnętrzna stopa zwrotu – nie ujmując w swej istocie skali inwestycji – może być imponująca, ale dopiero dochód wyrażony w pieniądzu oddaje tę skalę. Na tym tle powstaje jeszcze pewna odrębność inwestycji rzeczowych od finansowych. Problem dotyczy zmiany skali inwestycji. Dla inwestycji finansowych podwojenie skali pozwala zasadniczo na utrzymanie tej samej stopy zwrotu, czyli podwojenie dochodu. Jednak dla projektów rzeczowych ta prawidłowość bardzo często nie zachodzi. W skrajnym przypadku zwiększenie skali rzeczowego projektu inwestycyjnego może doprowadzić do zmniejszenia się dochodu. Oznacza to – co praktycznie nie jest podejmowane w literaturze – że dobór metod oceny powinien zależeć także od tego, czy przedmiotem oceny jest projekt rzeczowy, czy też inwestycja finansowa.

Odmienny charakter, jak pokazano wcześniej, posiada wskaźnik NPVR. Dla analizowanego przykładu wartości te są przedstawione w tabeli 5.

Tabela 5

Wartości wskaźnika NPVR dla analizowanych przykładów

Wyszczególnienie	NPVR
Wariant I	$= \frac{NPV}{PV(I)} = \frac{252,17}{500} = 0,5043$
Wariant II	$= \frac{NPV}{PV(I)} = \frac{244,56}{300} = 0,8152$

Wartość tego wskaźnika jest wyższa dla drugiego wariantu, co jest zgodne ze wskazaniami IRR oraz MIRR, a przeciwne do wskazań wynikających z obliczeń NPV. Powstaje sytuacja, w której wszystkie stopy zwrotu – czyli miary względne – preferują wariant drugi, a rachunek bezwzględny wskazuje na wariant pierwszy. Trzeba w takiej sytuacji podjąć próbę znalezienia miary zagregowanej, która łączyłaby w sobie ocenę bezwzględną oraz względną.

Można w celu określenia takiego zagregowanego i umownego miernika wyjść od definicji stopy zwrotu. Otóż, jeśli stopa zwrotu jest relacją dochodów do nakładów, jeśli nakłady inwestycyjne są znane, więc stopa zwrotu też jest znana (IRR bądź MIRR), to powstaje relacja:

$$r_z(IRR, MIRR) = \frac{D = X}{I} \rightarrow D = r_z \cdot I \rightarrow D = IRR \cdot I \text{ lub } D = MIRR \cdot I$$

gdzie:

r_z – jest stopą zwrotu wcześniej obliczoną w postaci IRR lub MIRR,

I – nakład inwestycyjny,

D – zagregowana miara dochodu która jest zagregowaną miarą efektywności.

Należałoby zastosować wariant oszacowania przeliczeniowego umownego dochodu jako iloczyn stopy MIRR oraz nakładów inwestycyjnych, ponieważ MIRR jest miernikiem lepszym od IRR.

Dla analizowanych w niniejszym opracowaniu dwóch wariantów projektu inwestycyjnego otrzymuje się następujący dochód przeliczeniowy (tabela 6).

Tabela 6

Dochód przeliczeniowy dla obu wariantów inwestycyjnych
(obliczony od stopy MIRR)

Wyszczególnienie	Stopa reinwestycji dodatnich przepływów pieniężnych	MIRR	Dochód przeliczeniowy = MIRR · nakład inwest.
Wariant I (nakłady inwestycyjne = 500 NPV = 252,17)	5%	16,29%	81,43
	10%	18,39%	91,93
	20%	22,59%	112,94
Wariant II (nakłady inwestycyjne = 300 NPV = 244,56)	5%	32,13%	96,38
	10%	34,51%	103,54
	20%	39,29%	117,86

Jak wynika z powyższego wyliczenia, dla każdej stopy reinwestycji, wariant drugi jest bardziej opłacalny niż wariant pierwszy, co jest zgodne z analizą stóp zwrotu i niezgodne z analizą NPV. Przy czym, tak obliczony dochód jest wartością umowną w tym sensie, że wskazuje, który wariant jest bardziej opłacalny, który należy zrealizować, a nie pokazuje wprost, jaki będzie poziom opłacalności. Konkluzja w tym przypadku może być jedynie sformułowana jako „wariant drugi jest lepszy od pierwszego”. Z kolei na pytanie o poziom dochodowości odpowiada NPV i pomimo że jest ona wyższa dla wariantu pierw-

szego, to rentowność każdej zaangażowanej złotówki jest wyższa w drugim wariancie. Wartość NPV, co przedstawiono w punkcie 3, należy każdorazowo interpretować łącznie z stopą dyskonta, a to w analizowanym przykładzie oznacza również preferencje dla drugiego wariantu. Sama wartość NPV nie może być majoryzowana i nie może stanowić samodzielnej podstawy do porównań różnych efektywności różnych projektów inwestycyjnych lub różnych wariantów realizacyjnych tego samego projektu inwestycyjnego. Podsumowanie uzyskanych rezultatów wraz z sugestią decyzyjną przedstawia kolejna tabela.

Tabela 7

Porównanie wyników oceny efektywności

Wyszczególnienie	NPV	IRR	MIRR ($r_{ei} = 10\%$)	NPVR	Dochód przeliczeniowy
Wariant I	252,17	24,46	18,39	0,5043	91,93
Wariant II	244,56	56,79	34,51	0,8152	103,54
Rekomendacja wariantu (według wskaźnika)	I	II	II	II	II
Rekomendacja ostateczna	II				

5. Wnioskowanie dla dyspozycyjnego zestawu mierników

Dysponując zestawem mierników, zwłaszcza w sytuacji, gdy generują one sprzeczne sygnały, powstaje dylemat ich szeregowania według stopnia istotności decyzyjnej. Najpierw należy jednak ustalić pewne ramy brzegowe hierarchizowania. Otóż, NPV, ENPV oraz z drugiej strony wszystkie omówione stopy zwrotu są miernikami z dwóch różnych grup i posiadają odmienną filozofię oceny projektów. W związku z tym potencjalne pytanie, jakie się często pojawia, o wybór NPV czy IRR, jest po prostu źle postawione. Są to dwa różne mierniki i nie należy ich ze sobą porównywać. Pytanie zaś może brzmieć: która z wymienionych stóp zwrotu powinna być wyliczona obok szacowania wartości NPV? Dopiero jeśli w tym zakresie pojawia się sprzeczność, należy dokonywać kolejnych obliczeń. Nadrzędnym kryterium oceny powinna być możliwość

udzielenia odpowiedzi na pytanie, który miernik bardziej przybliży wynik do antycypowanej przyszłości. Wartościując metody oceny projektów należy przyjąć jako zasadę, że ocena opiera się równocześnie na mierniku bezwzględnym (NPV) oraz przynajmniej jednym spośród mierników względnych. Ponieważ mierników względnych jest kilka i nie mają one takich samych walorów, należałoby nadać preferencje dla stopy MIRR, ze względu na uwzględnianie rzeczywiście możliwego do osiągnięcia poziomu oprocentowania dodatnich przepływów pieniężnych. Jeżeli z kolei pomiędzy NPV i MIRR zaistniałaby sprzeczność co do wskazań, należy preferować MIRR.

Podsumowując, proponowana hierarchizacja dyskontowych metod oceny jest następująca:

1. Zestaw mierników o najwyższej wartości poznawczej: MIRR wraz z NPV, z preferencją dla MIRR lub zaproponowanego w niniejszym opracowaniu dochodu przeliczeniowego.
2. Mierniki uzupełniające w postaci IRR oraz samoistnie NPV.

Wreszcie należy pamiętać o ograniczeniach wszystkich metod dyskontowych. Wartość poznawcza każdej analizy nie może pokonać ograniczeń samej metodyki, a tych w przypadku metod dyskontowych jest sporo. Metody dyskontowe nie mogą być też traktowane jako jedyna i samodzielna podstawa decyzji inwestycyjnej. Są to metody rachunku jedynie efektywności finansowej, zaś sam proces podejmowania decyzji inwestycyjnej jest dalece bardziej złożony i każdorazowo powinien się opierać na szeregu przesłonach decyzyjnych.

DILEMMAS OF CHOICE AND INTERPRETATION OF DISCOUNTING MEASURES OF PROJECT ECONOMIC FEASIBILITY

Summary

The text treats about chosen tasks of economic assessment of projects. The topics of the analysis are feasibility methods of the discounted cash flow analysis – the paper especially concentrates on correct interpretation of these methods.

The author analyses cognitive virtues of NPV, IRR, MIRR, and NPVR giving broad interpretation of these measures. The real essence of the indicators are shown and the decision premises which create their diverse values are described. Presented suggestions are supported with an example. In conclusion the own-proposed hierarchy of discounting methods is presented.

Piotr Saługa

KONCEPCJA ADDYTYWNEGO PROCESU ZMIAN INSTRUMENTU PIERWOTNEGO W DYSKRETNYM MODELU WYCENY OPCJI RZECZOWYCH

Wstęp

W ostatnich latach obserwuje się gwałtowny wzrost zainteresowania analizą opcji rzeczowych (*real options analysis* – ROA, lub *real options valuation* – ROV) – metodą, która umożliwiając wycenę elastyczności decyzyjnej oraz wartości strategicznej projektu, ma stanowić alternatywę dla analizy zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF. Koncepcja wyceny przedsięwzięć rzeczowych z wykorzystaniem teorii opcji jest znana od drugiej połowy lat 70. XX w. Bierze ona swój początek od pracy Myersa¹, który w niedługim czasie po opublikowaniu przełomowej pracy Blacka i Scholesa², zauważył, że sposób myślenia o inwestycjach rzeczowych może być analogiczny do rozumienia opcji finansowych, tak więc i metodologia wyceny tych drugich, może być zaadaptowana do określania wartości pierwszych.

Algorytm metody został skonstruowany na podstawie procesów stochastycznych. Z uwagi na konieczność znajomości zagadnień z zakresu matematyki wyższej, teoria wyceny opcji rzeczowych budziła początkowo ograniczone zainteresowanie – głównie w środowiskach uniwersyteckich. Pierwsze modele

¹ S.C. Myers: *Determinants of Capital Borrowing*. „Journal of Financial Economics” 1977, Vol. 5, No. 2, s. 147-176

² F. Black, M. Scholes: *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*. „Journal of Political Economy” 1973, Vol. 81.

teoretyczne³ stanowiły niejako automatyczne przeniesienie metodyki wyceny opcji finansowych w złożony świat inwestycji rzeczowych:

1. Przyjmowano, że instrumentem bazowym jest cena (np. cena surowca mineralnego), która zmienia się w czasie zgodnie ze standardowym procesem Wienera – geometrycznym ruchem Browna; zakładano tym samym, że zmienność ceny jest jednocześnie zmiennością projektu.
2. Konstruowano portfel zabezpieczający składający się z notowanych instrumentów finansowych (np. kontraktów terminowych) replikujących w każdej chwili wypłaty z opcji będącej przedmiotem wyceny.
3. Stosowano standardowe cząstkowe równanie różniczkowe i równanie Blacka-Scholesa pozwalające na określenie sprawiedliwej ceny opcji w warunkach braku arbitrażu.

Wspomniany wzrost zainteresowania analizą ROA datuje się od połowy lat 90. – jako potencjalne narzędzie kreowania wartości i formułowania strategii przedsiębiorstw, metoda stała się atrakcyjną również w środowiskach przemysłowych. Od tego czasu, oprócz wydania kilkunastu monografii i książek⁴, ukazała się wielka liczba artykułów – również w różnego rodzaju czasopismach popularnonaukowych, tematycznych i edukacyjnych.

Ten niebywały wzrost zainteresowania, związany niewątpliwie z zaletami metody, wynika również z uproszczenia jej algorytmu – w kilka lat po opublikowaniu pracy Blacka i Scholesa⁵ Cox, Ross i Rubinstein⁶ zaproponowali uproszczony model wyceny wykorzystujący aproksymację ciągłego procesu stochastycznego opisującego zmiany aktywów pierwotnych modelem dyskretnym – za pomocą iloczynowego drzewa dwumianowego. Istotne znaczenie miała również zmiana w kwalifikacji aktywów bazowych – odejście od

³ Np. M.J. Brennan, E.S. Schwartz. *A New Approach to Evaluating Natural Resource Investments*. „Midland Corporate Finance Journal” 1985, Vol. 3, s. 37-47; R. McDonald, D. Siegel: *The Value of Waiting to Invest*. „Quarterly Journal of Economics” 1986, Vol. 101, No. 4, s. 707-727; J.L. Paddock, D.R. Siegel, J.L. Smith: *Option Valuation of Claims on Real Assets: The Case of Offshore Petroleum Leases*. „Quarterly Journal of Economics” 1988, Vol. 103, No. 3, s. 470-508.

⁴ Np. L. Trigeorgis: *Real Options – Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation*. MIT Press Cambridge, MA – London, England 1996, s. 427; T. Copeland, V. Antikarov: *Real Options: A Practitioner's Guide*. Texere, New York 2001 s. 370; a w Polsce, m.in. J. Mizerka: *Opcje rzeczywiste w finansowej ocenie efektywności inwestycji*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Poznań 2005, s. 252, T. Wiśniewski: *Ocena efektywności inwestycji rzeczowych ze szczególnym uwzględnieniem ryzyka*. Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2008, s. 454; W. Rudny: *Opcje rzeczowe w procesie tworzenia wartości przedsiębiorstwa*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2009, s. 346.

⁵ F. Black, M. Scholes: Op. cit.

⁶ J.C. Cox, S.A. Ross, M. Rubinstein: *Option Pricing: A Simplified Approach*. „Journal of Financial Economics” 1979, Vol. 7, No. 3, s. 229-263.

zmiennych rozproszonych (np. cen) i przejście do miary syntetycznej – wartości projektu brutto (*present value* – PV). Ta ostatnia modyfikacja wywołała problem z dotrzymaniem założeń teoretycznych wyceny bezarbitrażowej – konieczność identyfikacji aktywów bliźniaczych replikujących wypłaty z tak określonego instrumentu pierwotnego. Ten trudny dylemat został rozwiązany w bezprecedensowy sposób – przez przyjęcie kontrowersyjnego założenia, że walorem bliźniaczym projektu rzeczowego jest ten sam projekt bez elastyczności (tzw. założenie o odrzuceniu konieczności istnienia instrumentu bliźniaczego – *Marketed Asset Disclaimer* – MAD). Założenie MAD, sformalizowane przez Copelanda i Antikarova⁷, znajduje akceptację również wśród innych klasyków teorii opcji rzeczowych⁸.

Jak wspomniano, algorytm wyceny opcji rzeczowych został zaadaptowany wprost z teorii opcji finansowych. Jego fundament stanowi założenie, że instrument bazowy zmienia się według geometrycznego ruchu Browna – w konsekwencji więc zgodnie z tym procesem fluktuuje również walor pierwotny opcji rzeczowych – wartość projektu brutto PV. Założenie to uzasadniane jest argumentem Samuelsona (*Samuelson's proof*)⁹.

Przedmiot badań stanowi proces stochastyczny opisujący zmiany instrumentu pierwotnego opcji rzeczowych. Modelowanie zmian PV w czasie za pomocą standardowego procesu Wienera oznacza, że wartości procesu rozkładają się zgodnie z rozkładem logarytmiczno-normalnym – instrument bazowy nie może więc przyjmować wartości ujemnych. W rzeczywistości PV projektu może przyjmować wartości ujemne, a oczywistość ta zdaje się być niedostrzegana. Geometryczny ruch Browna w sytuacji, gdy walorem tym jest wartość projektu brutto nie stanowi więc dobrego opisu zmian instrumentu podstawowego. Celem badań jest propozycja obrazowania tych zmian za pomocą modelu drzewa addytywnego, które stanowi dwumianową aproksymację arytmetycznego ruchu Browna. W praktyce oznacza to powrót do pierwszego modelu wyceny opcji przedstawionego na przełomie wieków XIX i XX przez Bacheliera.

⁷ T. Copeland, V. Antikarov: Op. cit., s. 370.

⁸ Np. L. Trigeorgis: *Real Options. A Primer*. W: *The New Investment Theory of Real Options and Its Implication for Telecommunications Economics*. Edited by J. Alleman, E. Noam. Kluwer Academic Publishers, Boston, MA 1999; R.A. Brealey, S. Myers: *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill, Irwin 2000. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin: *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. John Wiley and Sons, New York 2000.

⁹ P. Samuelson: *Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly*. „Industrial Management Review” 1965, s. 41-49.

1. Standardowy model zmian wartości instrumentu podstawowego

Proces Wienera zmiennej $z(t)$, zwany również ruchem Browna, charakteryzuje się trzema zasadniczymi właściwościami:

1. Jest procesem Markowa, co oznacza, że rozkład prawdopodobieństwa wszystkich możliwych jego wartości przyszłych procesu zależy wyłącznie od aktualnej wartości parametru; wielkość ta jest jedynym istotnym wskaźnikiem prognozowania przyszłości; wartości przeszłe są dla procesu nieistotne (proces jest procesem „bez pamięci”).
2. Zmiany parametru (Δz) w małych przedziałach czasowych są od siebie niezależne – tzn. rozkład prawdopodobieństwa zmiany parametru w dowolnym przedziale czasowym jest niezależny od innego przedziału czasowego (przedziały nie zachodzą na siebie).
3. Rozkład zmian parametru (Δz) w każdym skończonym przedziale czasu jest rozkładem normalnym, o średniej $E(\Delta z) = 0$ i wariancji rosnącej w sposób liniowy z czasem: $\text{Var}(\Delta z) = \Delta t$.

$$\Delta z = \varepsilon_t \sqrt{\Delta t} \quad (1)$$

gdzie:

ε_t – zmienna losowa o rozkładzie normalnym o średniej = 0 i odchyleniu standardowym = 1.

Dla procesu ciągłego w czasie ($\Delta t \rightarrow 0$) zmiana parametru w standardowym procesie Wienera przyjmuje postać:

$$dz = \varepsilon_t \sqrt{dt} \quad (2)$$

z wartością oczekiwaną $E(dz) = 0$ i wariancją $\text{Var}(dz) = dt$.

Z centralnego twierdzenia granicznego wynika, że wariancja zmian w procesie Wienera rośnie liniowo wraz z horyzontem czasowym.

Proces stochastyczny, stanowiący dzisiaj fundament wyceny opcji, wszedł na stałe do fizyki dzięki pracom Einsteina¹⁰ i Smoluchowskiego¹¹, a do matematyki dzięki pracom Wienera¹² i Lévy'ego¹³. Niemniej jednak pierwsze sformalizowanie opisu tego procesu zostało przedstawione przez Bacheliera¹⁴. Matematyk francuski zaproponował wykorzystanie do opisu wahań kursów akcji ruchów Browna i na bazie tego procesu wyprowadził wzór na cenę opcji na 73 lata przed opublikowaniem pracy Blacka i Scholesa. Przedstawiony przez Bacheliera model zmian cen, nazywany ruchem Browna z dryfem lub arytmetycznym ruchem Browna (*Arithmetic Brownian Motion* – ABM), dopuszczał występowanie ujemnych wartości, z tego też względu został uznany za nie-realistyczny i z czasem zapomniany.

Koncepcje wykorzystania procesu stochastycznego do charakterystyki zmian cen akcji w czasie powróciły na przełomie lat 50. i 60. XX w. Najpierw Osborne¹⁵, a następnie – niezależnie od niego – Samuelson¹⁶ zmodyfikowali proces stochastyczny zaproponowany przez Bacheliera przez dokonanie prostego zabiegu – urealnienie opisu zmian cen zrealizowane zostało wskutek przyjęcia założenia, że zgodnie z arytmetycznym ruchem Browna nie zmieniają się ceny, lecz ich logarytm naturalny, co pozwoliło na uniknięcie możliwości wystąpienia wartości ujemnych. Tym samym został sformułowany nowy proces nazywany geometrycznym ruchem Browna (*Geometric Brownian Motion* – GBM). Proces ten stanowi obecnie teoretyczny fundament wyceny opcji. Jak wspomniano, proces GBM, opisujący zmiany parametru V w czasie, jest związany ściśle z arytmetycznym ruchem Browna postaci:

$$dx = \alpha dt + \sigma dz \quad (3)$$

¹⁰ A. Einstein: *Investigations on the Theory of the Brownian Movement*. „Annalen der Physik” 1905, Vol. 17, s. 549.

¹¹ M. Smoluchowski: *Zur kinetischen Theorie der Brownschen Molekularbewegung und der Suspensionen*. „Annalen der Physik” 1906, Vol. 21(14), s. 756-780.

¹² N. Wiener: *Differential Space*. „Journal of Mathematics & Physics” 1923, Vol. 2, s. 132-174.

¹³ P. Lévy. *Théorie de l'Addition des Variables Aléatoires*. Gauthier-Villars, Paris 1939.

¹⁴ L. Bachelier: *Théorie de la speculation* (in English. *Theory of Speculation*). „Annales Scientifiques de l'Ecole Normale Supérieure” 1900, Vol. 17, s. 21-86.

¹⁵ M.F.M. Osborne: *Brownian Motion in the Stock Market*. „Operations Research” 1959, Vol. 7, s. 145.
M.F.M. Osborne: *Periodic Structure in the Brownian Motion of Stock Prices*. „Operations Research” 1962, Vol. 10, s. 345.

¹⁶ P. Samuelson: *A Rational Theory of Warrant Pricing*. W: *Collected Works of Paul Samuelson*. Vol. 2. MIT Press, Cambridge, MA – London, England 1965.

gdzie:

dz – przyrost parametru w procesie Wienera,

α – parametr dryfu,

σ – wariancja,

przy założeniu, że $x = \ln V$.

Geometryczny ruch Browna, generujący wartości V , określa się więc jako proces stochastyczny generujący stopy zwrotu według arytmetycznego procesu Browna:

$$\frac{dV}{V} = \alpha dt + \sigma dz \quad (4)$$

Aplikując lemat Itô można pokazać, że:

$$dx = \left(\alpha - \frac{\sigma^2}{2} \right) dt + \sigma dz \quad (5)$$

Jeśli więc chwilowe procentowe przyrosty wartości V (chwilowe proste stopy zwrotu) zmieniają się zgodnie z arytmetycznym ruchem Browna, to procentowe przyrosty logarytmu V również podlegają procesowi ABM o tej samej zmienności σ oraz dryfie $\left(\alpha - \frac{\sigma^2}{2} \right)$.

Dla procesów dyskretnych równanie (4) przyjmuje postać:

$$\frac{\Delta V}{V} = \alpha \Delta t + \sigma \sqrt{\Delta t} \tilde{\varepsilon} \quad (6)$$

gdzie:

ΔV – zmiana ceny instrumentu w niewielkim przedziale czasu Δt ,

$\tilde{\varepsilon}$ – próbka losowa ze standaryzowanego rozkładu normalnego,

α – oczekiwany (iloczynowy) zwrot z instrumentu w jednostce czasu,

σ – zmienność zwrotów z cen instrumentu.

Wyrażenie $\alpha \Delta t$ stanowi komponent deterministyczny i określa kąt nachylenia linii trendu zmian przyrostów V do osi czasu (stopę wzrostu), natomiast wyrażenie $\sigma \sqrt{\Delta t} \tilde{\varepsilon}$ mieści w sobie element stochastyczny, który decyduje o zakresie fluktuacji wokół linii trendu.

Geometryczny ruch Browna może być aproksymowany. Najbardziej popularnym modelem aproksymacji jest iloczynowe drzewo dwumianowe (rysunek 1).

Model wyceny opcji z wykorzystaniem drzewa dwumianowego, zaproponowany przez Coxa, Rossa i Rubinsteina¹⁷, z uwagi na przystępność i stosunkową łatwość kalkulacji jest obecnie jednym z najbardziej popularnych sposobów określania wartości opcji rzeczowych. Uogólniony wzór na wartość opcji kupna w modelu dwumianowym przedstawia się następująco¹⁸:

$$ROV_0 = \frac{1}{(1+r_f)^T} \left[\sum_{N=0}^T \frac{T!}{(T-N)!N!} p^N (1-p)^{T-N} \max(0; u^N d^{T-N} V_0 - K) \right] \quad (7)$$

gdzie:

T – liczba okresów,

N – liczba wzrostów instrumentu w ścieżce prowadzącej od punktu początkowego do danego węzła,

r_f – stopa „wolna od ryzyka”,

V_0 – wartość instrumentu bazowego w chwili 0.

K – koszt wykonania opcji,

p – prawdopodobieństwo neutralne względem ryzyka,

u – mnożnik wzrostów,

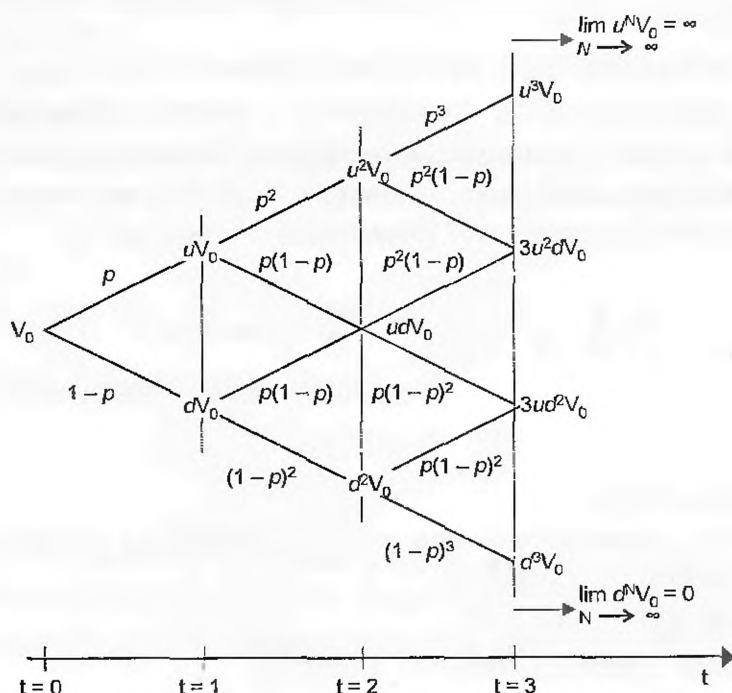
d – mnożnik spadków, $d = 1/u$.

Dla modelu jednookresowego wzór (7) przyjmuje więc postać:

$$ROV_0 = \frac{(1-p)[\max(0; dV_0 - K)] + p[\max(0; uV_0 - K)]}{1+r_f} \quad (8)$$

¹⁷ J.C. Cox, S.A. Ross, M. Rubinstein: Op. cit.

¹⁸ T. Copeland, V. Antikarov: Op. cit.



Rys. 1. Iloczynowe drzewo dwumianowe

2. Koncepcja arytmetycznego ruchu Browna jako modelu zmian aktywów pierwotnych w analizie opcji rzeczowych

Model zmian aktywów bazowych według geometrycznego ruchu Browna został zaadaptowany również przez teorię wyceny opcji rzeczowych. Stanowi on fundament procesu określania wartości projektów inwestycyjnych w analizie ROA.

Jak wspomniano, założenie, że wartości aktywów bazowych opcji rzeczowych – czyli wartości projektu brutto PV – fluktuują zgodnie z procesem GBM zostało sformułowane na podstawie udowodnionego przez Samulesona

twierdzenia, że proces zmian stopy zwrotu z papieru wartościowego jest błędem losowym niezależnie od oczekiwanego układu przepływów pieniężnych, które mogą wystąpić w przyszłości – jeśli tylko inwestorzy posiadają kompletną informację na temat tych przepływów¹⁹. W konsekwencji oznacza to, że stopa zwrotu właściwie antycypowanych strumieni przepływów pieniężnych w świecie występowania dodatnich stóp dyskontowych również fluktuuje losowo – niezależnie od schematu zmian tych przepływów w czasie.

Przyjęcie założenia, że wartości projektów rzeczowych brutto ewoluują zgodnie z geometrycznym ruchem Browna oznacza, że w żadnym przypadku nie mogą one być ujemne. Taki model jest jednak w rzeczywistości nierealistyczny – wartości przedsięwzięć inwestycyjnych w wielu sytuacjach mogą być liczbami ujemnymi. Powstaje więc pytanie, w jaki sposób modelować zmiany instrumentów pierwotnych opcji rzeczowych, aby konstruowane modele wyceny korespondowały z rzeczywistością?

Wydaje się, że można znaleźć stosunkowo proste rozwiązanie tego problemu. Jak pokazano, procesy geometrycznego i arytmetycznego ruchu Browna są ze sobą ściśle powiązane – w przypadku GBM procesowi ABM podlega logarytm wartości instrumentu bazowego. Skoro wartości PV mogą być ujemne uzasadnione i bardziej realistyczne może być przyjęcie założenia, że wartości aktywów pierwotnych opcji rzeczowych zmieniają się w czasie nie według geometrycznego, a raczej według arytmetycznego ruchu Browna, czyli zgodnie z równaniem (3). Oznacza to de facto powrót do koncepcji Bacheliera.

3. Addytywny model zmian instrumentu bazowego w drzewie dwumianowym

Z uwagi na fakt, że jednymi z najbardziej popularnych podejść wyceny opcji są schematy kratownicowe (*lattices*), postanowiono przedstawić modele dwumianowej aproksymacji arytmetycznego procesu stochastycznego.

Dla procesów dyskretnych równanie (3) przyjmuje postać:

$$\Delta x = \alpha \Delta t + \sigma \sqrt{\Delta t} \tilde{\epsilon} \quad (9)$$

¹⁹ P. Samuelson: *Proof that Property...*, op. cit.

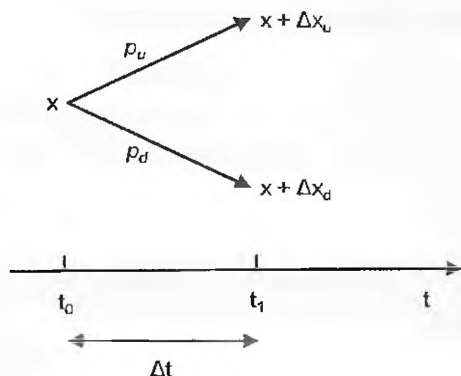
gdzie:

- Δx – przyrost instrumentu w niewielkim przedziale czasu Δt ,
- $\tilde{\varepsilon}$ – próbka losowa ze standaryzowanego rozkładu normalnego,
- α – oczekiwany przyrost instrumentu w jednostce czasu,
- σ – zmienność przyrostów wartości instrumentu.

Proces arytmetyczny opisuje więc zmiany waloru w zupełnie odmienny sposób niż GBM: w tym drugim modelu procesowi ruchu Browna z dryfem podlegają zwroty natomiast w tym pierwszym – przyrosty wartości. W formułach (4) i (6) parametry dryfu α i zmienności σ , związane ze zwrotami z instrumentu (ilorazami przyrostów wartości do wartości początkowych), są zatem wielkościami względnymi. W równaniach (3) i (9) interpretacja parametrów α i σ jest odmienna – argumenty te muszą być wyrażone w wartościach bezwzględnych. Fakt ten niesie z sobą komplikacje, wynikające z powszechnie przyjętego „geometrycznego” charakteru wskaźników finansowych. Wyrażane są one w wielkościach procentowych, a nie kwotowych. Jeśli przyjąć więc, że dryf α w procesie ABM jest związany – podobnie jak w GBM – ze stopą procentową „wolną od ryzyka”, r_f , może on być wyrażony jako $r_f x_0$, co odpowiada jednak procesowi geometrycznemu. W arytmetycznym ruchu Browna trend zmian oczekiwanych wartości ma charakter liniowy, zatem w celu poprawnego określenia parametru dryfu należałoby określić – na podstawie notowań historycznych bądź prognoz – kąt nachylenia linii trendu do osi czasu, a następnie z funkcji tangensa wyliczyć wartość zmiany w obrębie jednego roku.

Analogiczny problem występuje również z interpretacją zmienności – w równaniu GBM jest ona interpretowana jako odchylenie standardowe stóp zwrotu, natomiast ABM – jako odchylenie standardowe przyrostów wartości, a więc sposób jej kalkulacji jest zupełnie odmienny od klasycznego. Biorąc pod uwagę powyższe należy stwierdzić, że parametry α i σ , występujące w równaniach (3), (9), nie są tożsame z występującymi w formułach (4), (6) i że muszą być kalkulowane w zupełnie odmienny sposób. Poniżej określono wzory na prawdopodobieństwa oraz wartości wzrostów i spadków w addytywnym modelu dwumianowym (rysunek 2) dla jednego okresu, o długości Δt . Formuły wyprowadzono dla przypadków równości:

1. Prawdopodobieństw wzrostów i spadków, $p_u = p_d = 1/2$.
2. Wzrostów i spadków, $\Delta x_u = \Delta x_d = \Delta x$.



Rys. 2. Jednokresowa zmiana parametru w addytywnym procesie dwumianowym

3.1. Równość prawdopodobieństw (*equal probabilities model* – EP)

Nawiązując do formuły arytmetycznego ruchu Browna można napisać:

$$E[\Delta x] = p_u \Delta x_u + p_d \Delta x_d = \alpha \Delta t \quad (10)$$

$$E[\Delta x^2] = p_u \Delta x_u^2 + p_d \Delta x_d^2 = \sigma^2 \Delta t + \alpha^2 \Delta t^2 \quad (11)$$

Przyjmując, że $p_u = p_d = 1/2$ otrzymuje się:

$$\frac{1}{2} \Delta x_u + \frac{1}{2} \Delta x_d = \alpha \Delta t \quad (12)$$

$$\frac{1}{2} \Delta x_u^2 + \frac{1}{2} \Delta x_d^2 = \sigma^2 \Delta t + \alpha^2 \Delta t^2 \quad (13)$$

a po rozwiązaniu względem Δx_u i Δx_d :

$$\Delta x_u = \frac{1}{2} \alpha \Delta t + \frac{1}{2} \sqrt{4 \sigma^2 \Delta t - 3 \alpha^2 \Delta t^2} \quad (14)$$

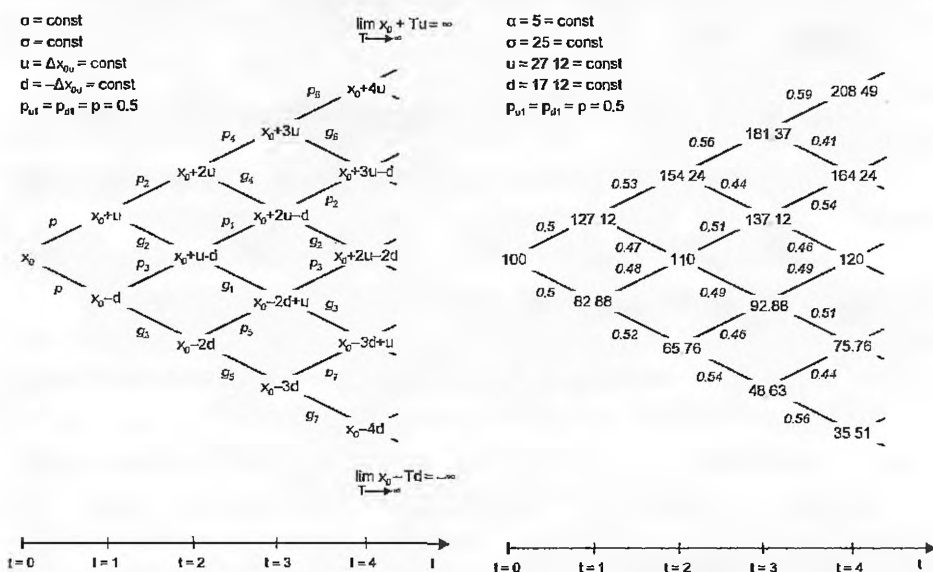
$$\Delta x_d = \frac{3}{2} \alpha \Delta t - \frac{1}{2} \sqrt{4 \sigma^2 \Delta t - 3 \alpha^2 \Delta t^2} \quad (15)$$

Poniżej przedstawiono sposób konstrukcji drzewa addytywnego o równych prawdopodobieństwach wzrostów i spadków dla różnych przypadków, przy przyjęciu następujących wartości parametrów:

- $V_0 = 100$ zł,
- $\alpha = 5$ zł,
- $\Delta t = 1$ rok,
- $\sigma = 25$ zł.

3.1.1. Drzewo EP – stałe wartości bezwzględne dryfu i zmienności

Na rysunku 3 przedstawiono drzewo zmian instrumentu pierwotnego dla czterech okresów ($t = 4$) na podstawie wartości wyliczonych z formuł (14) i (15).



Rys. 3. Model drzewa addytywnego EP – stałe wartości bezwzględne dryfu i zmienności (zmienne prawdopodobieństwa oraz stałe wartości bezwzględne wzrostów i spadków)

W związku z powyższym, dla pierwszego okresu:

- $\Delta x_u = u = 27,12 \text{ zł}$,
- $\Delta x_d = -d = -17,12 \text{ zł}$.

Drzewo addytywne EP buduje się przy założeniu, że bezwzględne wartości wzrostów i spadków są takie same we wszystkich okresach. Komplikuje to jednak sytuację, gdyż dla kolejnych okresów nie zostaje zachowana równość prawdopodobieństw.

3.1.2. Drzewo EP – stałe wartości procentowe dryfu i zmienności

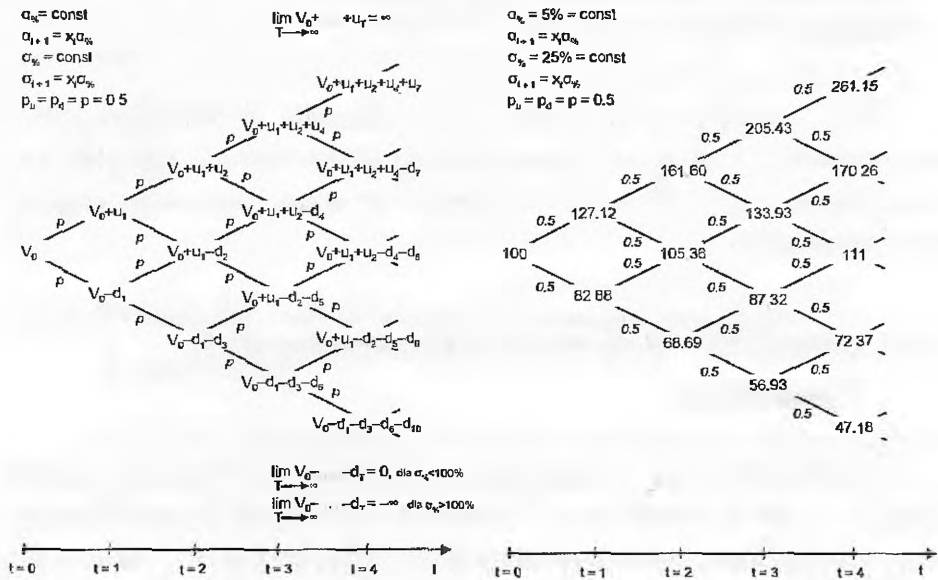
W celu utrzymania równości prawdopodobieństw we wszystkich węzłach wartości w drzewie addytywnym EP powinny zmieniać się w sposób procentowy, lecz wówczas zarówno parametr dryfu, jak i zmienności powinny być wyrażone również procentowo. Zakładając więc, że:

- $V_0 = 100 \text{ zł}$,
- $\alpha_{\%} = 5\%$,
- $\Delta t = 1 \text{ rok}$,
- $\sigma_{\%} = 25\%$,

bezwzględne wartości dryfu i zmienności nie będą stałe, i w kolejnych węzłach kształtować się będą następująco:

- $\alpha_{t+1} = x_t \alpha_{\%}$,
- $\sigma_{t+1} = x_t \sigma_{\%}$.

W konsekwencji również będą się zmieniać wartości wzrostów i spadków (rysunek 4). Należy jednak podkreślić, że jeśli parametr zmienności będzie niższy od 100%, w drzewie nigdy nie wystąpią wartości ujemne.



Rys. 4. Model drzewa addytywnego EP – stałe wartości procentowe prawdopodobieństwa dryfu i zmienności (równe prawdopodobieństwa, równe procentowe wartości wzrostów i spadków)

3.2. Równość wzrostów i spadków (*equal jumps model*, EJ)

W przypadku, gdy wielkości wzrostów są równe wielkościom spadków ($\Delta x_u = \Delta x_d = \Delta x$) uzyskuje się:

$$p_u \Delta x + p_d \Delta x = \alpha \Delta t \quad (16)$$

$$p_u \Delta x^2 + p_d \Delta x^2 = \sigma^2 \Delta t + \alpha^2 \Delta t^2 \quad (17)$$

i w efekcie:

$$\Delta x = \sqrt{\sigma^2 \Delta t + \alpha^2 \Delta t^2} \quad (18)$$

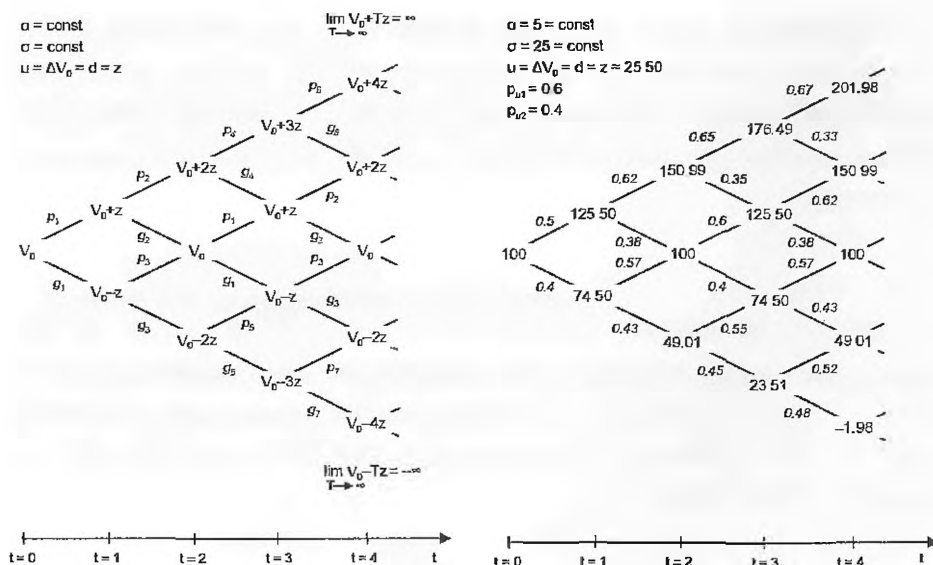
$$p_u = \frac{1}{2} + \frac{1}{2} \frac{\alpha \Delta t}{\Delta x} \quad (19)$$

$$p_d = \frac{1}{2} \frac{\alpha \Delta t}{\Delta x} - \frac{1}{2} \quad (20)$$

Rozwiązanie to zostało zaproponowane przez Trigeorgisa²⁰. Poniżej przedstawiono sposób konstrukcji czterookresowego drzewa addytywnego EJ o równych wartościach wzrostów i spadków dla różnych przypadków, przy przyjęciu tych samych wartości parametrów, co w poprzednim przykładzie.

3.2.1. Drzewo EJ – stałe wartości bezwzględne dryfu i zmienności

Na rysunku 5 przedstawiono drzewo zmian instrumentu pierwotnego dla czterech okresów, przy przyjęciu tych samych bezwzględnych wartości parametrów wyjściowych, jak dla drzewa EP.



Rys. 5. Model drzewa addytywnego EJ – stałe wartości bezwzględne dryfu i zmienności (zmiennie prawdopodobieństwa, równe i stałe wartości bezwzględne wzrostów i spadków)

²⁰ L. Trigeorgis: *A Log-Transformed Binomial Numerical Analysis Method for Valuing Complex Multi-Option Investments*. „Journal of Financial Quantitative Analysis” 1991, Vol. 28, No 1, s. 1-20.

W związku z powyższym, wykorzystując wzór (18):

- $\Delta x = u \approx 25,50 \text{ zł}$,
- $d = -u = -25,50 \text{ zł}$.

Prawdopodobieństwa wzrostu i spadku w pierwszym okresie kształtują się odpowiednio na poziomie (formuła (19)):

- $p_{u1} = 0,6$,
- $p_{d2} = 1 - p_{u1} = 0,4$.

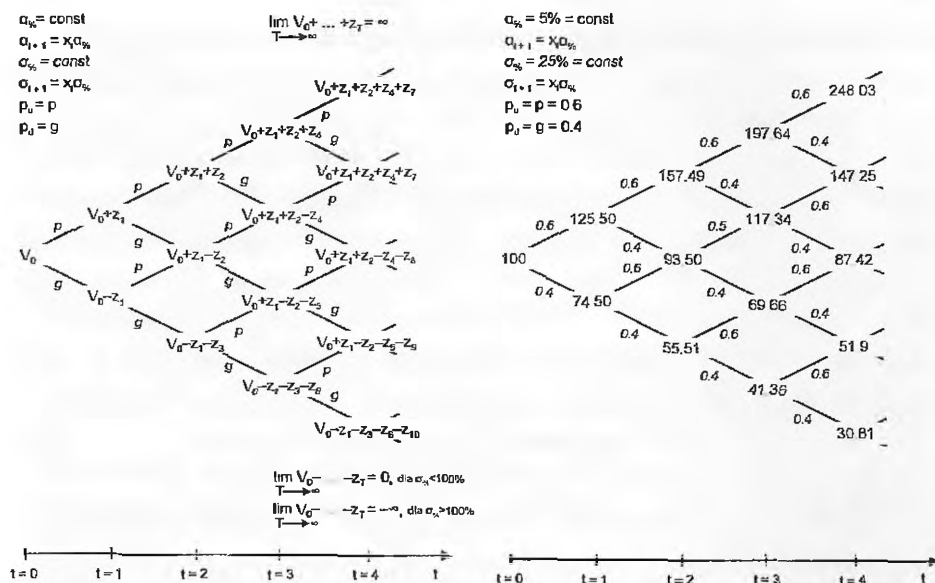
Podobnie, jak w przypadku drzewa EP, w drzewie EJ nie jest jednak zachowana stałość prawdopodobieństw wzrostów i spadków – odpowiednie prawdopodobieństwa są jednakowe wyłącznie w węzłach o tych samych wartościach x (rysunek 5).

3.2.2. Drzewo EJ – stałe wartości procentowe dryfu i zmienności

Analogicznie, jak w przypadku drzewa EP, w celu utrzymania stałości prawdopodobieństw wartości w drzewie addytywnym EJ powinny zmieniać się w sposób procentowy. Zatem parametry dryfu, jak i zmienności powinny być wyrażone również procentowo. Przyjęcie zależności sformułowanych w części 3.1.2, a więc:

- $\alpha_{t+1} = x_t \alpha_{\%}$,
- $\sigma_{t+1} = x_t \sigma_{\%}$

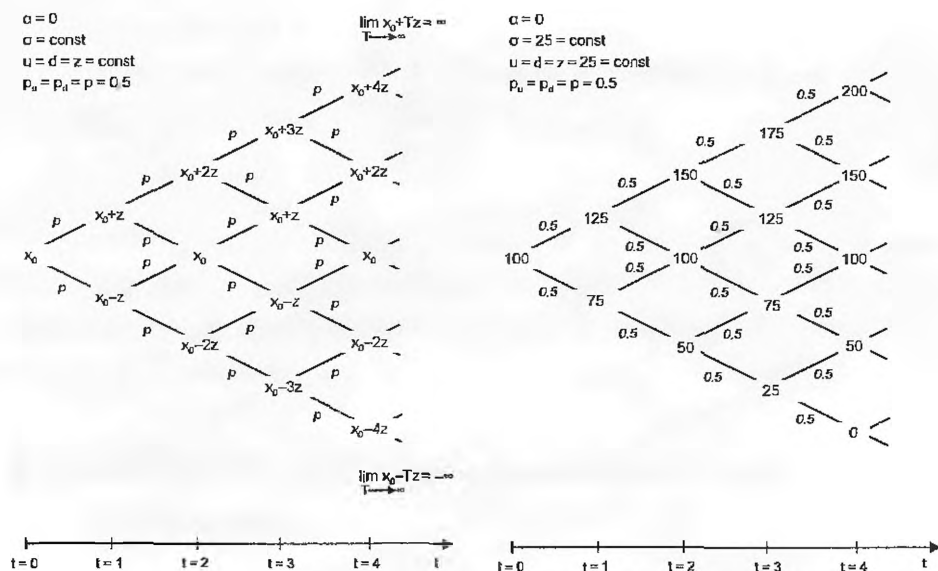
co oznacza, że bezwzględne wartości dryfu i zmienności w drzewie nie będą stałe, w konsekwencji będą się również zmieniać wartości wzrostów i spadków (rysunek 6). Należy zauważyć, że – podobnie, jak w przypadku drzewa EP – jeśli parametr zmienności będzie niższy od 100%, w drzewie EJ nigdy nie wystąpią wartości ujemne.



Rys. 6. Model drzewa addytywnego EJ – stałe wartości procentowe prawdopodobieństwa dryfu i zmienności (stałe prawdopodobieństwa, równe procentowe wartości wzrostów i spadków)

3.3. Symetryczne drzewo addytywne

Symetryczne drzewo addytywne jest szczególnym przypadkiem modeli EP i EJ, gdy parametr dryfu $\alpha = 0$ (rysunek 7).



Rys. 7. Model symetrycznego drzewa addytywnego – zerowy dryf, stała wartość bezwzględna zmienności (równe prawdopodobieństwa, równe wartości wzrostów i spadków)

W takiej sytuacji dla wszystkich węzłów drzewa występuje równość prawdopodobieństw wzrostów i spadków:

– $p_u = p_d = 0,5$

oraz równość wartości bezwzględnych wzrostów i spadków:

– $\Delta x_u = \Delta x_d$, zatem $u = d = z$.

Drzewo symetryczne zachowuje równość i stałość prawdopodobieństw we wszystkich węzłach oraz równość bezwzględnych wzrostów i spadków – jest więc jednocześnie drzewem równych prawdopodobieństw EP i drzewem równych wzrostów i spadków EJ.

Wszystkie przedstawione drzewa są drzewami replikującymi się, co ma znaczenie dla procesu wyceny opcji. Przykład wyceny opcji z zastosowaniem modelowania instrumentu bazowego za pomocą drzewa addytywnego przedstawiony został w odrębnej publikacji autora²¹.

²¹ P. Saługa: *Valuation of a Project with an Option-to-Temporarily-Shut-Down – the Multiplicative vs. Additive Binomial Model* (w recenzji).

Podsumowanie

Modelowanie niepewności instrumentu pierwotnego za pomocą procesu stochastycznego stanowi istotę procesu wyceny opcji. Aktualnie, zarówno w teorii wyceny opcji finansowych, jak i rzeczowych, przyjmuje się, że aktywa bazowe zmieniają się zgodnie geometrycznym ruchem Browna (*Geometric Brownian Motion* – GBM) bądź według procesów pochodnych. O ile w przypadku opcji finansowych proces GBM wydaje się być modelem ze wszech miar słusznym, o tyle w przypadku opcji rzeczowych – dla których instrumentem podstawowym jest wartość bieżąca brutto (PV) – już niekoniecznie. W modelu GBM zmiany modelowanego instrumentu pierwotnego rozkładają się zgodnie z rozkładem lognormalnym. Taki opis zachowania aktywów bazowych w przypadku opcji rzeczowych może być w niektórych sytuacjach nierealistyczny, gdyż projekty inwestycyjne charakteryzuje możliwość wystąpienia ujemnych przepływów pieniężnych, co w efekcie może prowadzić do ujemnej PV. Takie sytuacje mają zwykle miejsce, gdy koszty operacyjne produkcji przewyższają poziom cen sprzedaży produktów – wówczas przedsiębiorcy rozważają możliwość wstrzymania produkcji lub nawet likwidacji przedsięwzięcia. Zdaniem autora, w analizie opcji rzeczowych właściwszym modelem opisującym zachowanie instrumentu podstawowego w czasie jest arytmetyczny ruch Browna (*Arithmetic Brownian Motion* – ABM), który charakteryzuje się możliwością wystąpienia ujemnych wartości. Problem, dostrzeżony przez niektórych autorów zajmujących się wyceną opcji rzeczowych²² jak dotąd nie doczekał się kompleksowego omówienia.

Aplikacja modelu arytmetycznego ruchu Browna oraz jego dwumianowej aproksymacji do wyceny opcji rzeczowych niesie jednak z sobą szereg komplikacji. Po pierwsze, w arytmetycznym ruchu Browna parametry dryfu i zmienności są wyrażane w wartościach bezwzględnych, podczas gdy powszechnie występują w postaci procentowej – procesy zmian w czasie wielkości finansowych mają charakter geometryczny. W ABM wartość oczekiwana parametru zmienia się liniowo, czyli w sposób odmienny do obowiązującego w teorii finansowej. Przyjęcie w modelu ABM stałych procentowych poziomów dryfu

²² T. Copeland, V. Antikarov: Op. cit.; M. Trojanowska, P.M. Kort: *Arithmetic Brownian Motion and Real Options. Proceedings of the 9th Annual International Conference „Real Options – Theory Meets Practice”*, Paris, June 22-25, 2005.

i zmienności jest możliwe, ale w przypadku zmienności mniejszych od 100% w kratownicy nigdy nie będą występować wartości ujemne. Z kolei w sytuacji przyjmowania stałych bezwzględnych wartości dryfu i zmienności następuje utrata stałych prawdopodobieństw w węzłach, co z kolei może utrudniać wycenę opcji. Zastosowanie procesu ABM do modelowania instrumentu bazowego opcji rzeczowych wymaga więc dalszych opracowań.

IDEA OF ADDITIVE UNDERLYING PROCESS IN THE DISCRETE MODEL OF REAL OPTION VALUATION

Summary

Identification of process describing time changes of an underlying asset is the basic task of the real options valuation. The fundamental assumption of the options theory is that underlying instrument follows the stochastic process called Geometric Brownian Motion (GBM). The GBM concept comes from an idea of Arithmetic Brownian Motion which was introduced by French mathematician Louis Bachelier in 1900. He was the first who used stochastic process to describe stock prices behavior with time. Unfortunately, the ABM premise for describing stock values process was unrealistic – prices can go negative and are distributed in the normal manner.

This shortcoming was overcome in the early 60s – first Osborne (1959, 1962) and then – independently – Samuelson (1965) modified the ABM, introducing the GBM. The last does not allow prices go negative and the distribution of process and values is lognormal.

Introducing GBM was crucial for the forthcoming options theory. Its idea served Black, Scholes, and Merton for developing the famous Black-Scholes formula for financial option valuation. It was also borrowed as a fundamental assumption by the arising real options theory.

The paper revises this idea. The underlying asset in the real options valuation is the present value of the project. Such value can yet go negative so that it should be rather described with the ABM. Apart from the ABM idea the text presents binomial approximation the process and its application in the real options valuation.

Halina Henzel

GOSPODAROWANIE NIERUCHOMOŚCIAMI PRZEDSIĘBIORSTW

Wstęp

Przedmiotem opracowania jest specyficzna grupa nieruchomości, określana mianem nieruchomości przedsiębiorstw. Nieruchomości te odgrywają w przedsiębiorstwach zróżnicowaną rolę, w każdym jednak przypadku umożliwiają realizację ich statutowych zadań.

Nieruchomości przedsiębiorstw występują w działalności produkcyjnej, handlowej, usługowej, jak również w administracji. Ich rola, cel nabycia i pełnione funkcje uzasadniają podjęcie szczegółowej klasyfikacji, co stało się trzonem rozważań. Za kluczowe uznano rozróżnienie nieruchomości operacyjnych i inwestycyjnych. Jakkolwiek w przeważającej mierze przedmiotem zainteresowania były nieruchomości operacyjne przedsiębiorstw, to jednak w rozważaniach nie pominięto specyfiki i odrębności nieruchomości inwestycyjnych. Oddzielenie wspomnianych grup nieruchomości przedsiębiorstw znalazło odbicie w rozważaniach dotyczących sposobów ujęcia w sprawozdawczości finansowej, a także priorytetowego ujęcia w gospodarce przedsiębiorstw. Nieruchomości przedsiębiorstw stanowią źródło prowadzące do wzrostu ich wartości. Ten ważki problem podjęto w końcowym fragmencie opracowania, jednakże wymaga on dalszej penetracji badawczej.

1. Pojęcie gospodarowania nieruchomościami

O gospodarowaniu nieruchomościami pisze się relatywnie często, rzadko jednak można znaleźć dokładne określenie tego pojęcia. Uwzględniając tę lukę, za uzasadnione wydaje się traktowanie tego pojęcia w wąskim i szerokim znaczeniu.

W wąskim znaczeniu dotyczyłoby ono gospodarowania nieruchomościami stanowiącymi własność Skarbu Państwa oraz jednostek samorządu terytorialnego, tzn. zasad postępowania z nieruchomościami publicznymi. Znajduje to odbicie w dziale II i III Ustawy o gospodarce nieruchomościami.

Z kolei pojęcie gospodarowanie nieruchomościami w szerokim znaczeniu odnosi się do całokształtu zagadnień wiążących się z problematyką nieruchomości. W ramach tego znaczenia można wyróżnić następujące grupy działań:

- eksploatacja i rozwój nieruchomości,
- obrót prawami do nieruchomości,
- wycena wartości nieruchomości,
- doradztwo w gospodarowaniu nieruchomościami.

Czynności z zakresu eksploatacji i rozwoju nieruchomości wiążą się z procesem zarządzania, rozumianym jako zespół działań prowadzących nie tylko do ich utrzymania w stanie niepogorszonym, ale zmierzających też do uzasadnionego wzrostu ich wartości. Znacząca rola przypada w tym względzie licencjonowanym zarządom i firmom zarządzającym.

Obrót prawami do nieruchomości wymaga aktywności wyodrębnionej grupy specjalistów obsługujących rynek nieruchomości, tj. pośredników w obrocie nieruchomościami. Transfer praw do nieruchomości dokonuje się zarówno poprzez transakcje rynkowe, jak i pozarynkowe. Skala tych transakcji wyraża stopień rozwoju danego segmentu rynku, pozwala śledzić jego dynamikę i prawidłowości rozwoju.

Szacowanie wartości nieruchomości poprzedza szereg transakcji rynkowych, jest ono zarazem niezbędne w przypadku postępowań prawnych, finansowych, podatkowych, ubezpieczeniowych itp. Wycena nieruchomości jest wykonywana przez rzeczoznawców majątkowych z uprawnieniami, po przebyciu procedury egzaminacyjnej przed Państwową Komisją Kwalifikacyjną.

Złożoność procesów towarzyszących nieruchomościami spowodowała wyodrębnienie się doradztwa na rynku nieruchomości. Doradztwem w różnym zakresie zajmują się obecnie m.in. projektanci, deweloperzy, doradcy finansowi, pracownicy banków itd.

Wynika z tego, że obsługujący rynek nieruchomości muszą dysponować szerokimi i specjalistycznymi umiejętnościami, a współpraca między nimi staje się nieodzowna.

2. Odrębność nieruchomości przedsiębiorstw

Nieruchomości spełniają w przedsiębiorstwie rozmaite funkcje. Nieruchomości przedsiębiorstw stanowią bardzo zróżnicowaną grupę, wyodrębnioną z ogółu nieruchomości z punktu widzenia kryterium podmiotowego (właściciela). Wedle tego samego kryterium wyodrębnia się nieruchomości gospodarstw domowych, gospodarstw rolnych, instytucji finansowych i funduszy inwestycyjnych oraz podmiotów publicznych¹.

We współczesnej anglojęzycznej literaturze ekonomicznej nieruchomości przedsiębiorstw są powszechnie określane terminem *Corporate Real Estate* (CRE)². W zdecydowanej części służą one podstawowej działalności przedsiębiorstwa (produkcyjnej, handlowej, usługowej i ewentualnie administracyjnej). Tworzą one potencjał gospodarczy przedsiębiorstwa i pozostają w ewidencji środków trwałych. Określa się je mianem nieruchomości operacyjnych, ponieważ są wykorzystywane w działalności operacyjnej (statutowej) przedsiębiorstwa. Nieruchomości operacyjne są ze sobą sprzężone i niejednokrotnie wzajemnie warunkują spełnianie określonych funkcji.

Nieruchomościom operacyjnym nie można w sposób bezpośredni przypisać korzyści ekonomicznych, jakie dzięki nim są osiągane przez dany podmiot. Korzyści te są bowiem wynikiem sprzężenia wszystkich czynników wytwórczych, a nie tylko samych nieruchomości. W tej kwestii jednoznacznie wypowiada się Jan Konowalczyk podkreślając, że „[...] nie jest możliwe przyporządkowanie poszczególnym nieruchomościom (tj. nieruchomościom operacyjnym) konkretnych przepływów pieniężnych. Korzyści ekonomiczne z nieruchomości operacyjnych mierzone są na poziomie zagregowanym dla podmiotu gospodarczego lub jego wydzielonej części i zawierają także efekty synergiczne, związane ze sposobem organizacji określonej struktury biznesowej”³.

Grupa nieruchomości operacyjnych przedsiębiorstw z reguły jest poddawana dalszej klasyfikacji. Wśród nich wyróżnia się zazwyczaj nieruchomości podstawowe i nadmiarowe. Zasoby nieruchomości podstawowych i ich struk-

¹ J. Konowalczyk, T. Ramian: *Funkcje i klasyfikacja nieruchomości*. W: *Inwestycje na rynku nieruchomości*. Red. H. Henzel. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2004, s. 29.

² T. Ramian, J. Konowalczyk: *Strategie nieruchomościowe przedsiębiorstw*. W: *Strategie inwestowania na rynku nieruchomości*. Red. H. Henzel. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2009, s. 131.

³ J. Konowalczyk: *Wycena nieruchomości przedsiębiorstw*. C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 34.

tura są pochodną programu produkcyjnego przedsiębiorstwa. Zależnie od przeznaczenia i roli w działalności przedsiębiorstwa nieruchomości podstawowe dzieli się na:

- nieruchomości ogólnego przeznaczenia,
- nieruchomości specjalistyczne,
- nieruchomości w trakcie budowy⁴.

Nieruchomości operacyjne ogólnego przeznaczenia stanowią podstawową grupę nieruchomości przedsiębiorstw, spełniają wiele funkcji, a ich zaangażowanie w działalności gospodarczej przedsiębiorstwa jest nieodzowne (np. hala osłaniająca proces produkcyjny).

Do nieruchomości operacyjnych o charakterze specjalistycznym zalicza się te, które z powodu cech fizycznych i ekonomicznych nie mogą podlegać samodzielnemu obrotowi. Ich sprzedaż lub obciążenie prawem zobowiązaniowym mogą być dokonywane tylko wraz z podmiotem gospodarczym lub jego częścią. Wartość rynkowa nieruchomości specjalistycznych jest najczęściej ujmowana w sposób zagregowany, wraz z pozostałymi aktywami tworzącymi przedsiębiorstwo lub jego część.

Nieruchomości są składnikami aktywów i w bilansie przedsiębiorstwa są wykazywane w kilku pozycjach (tabela 1).

Tabela 1

Nieruchomości w bilansie przedsiębiorstwa

AKTYWA majątek	PASYWA-KAPITAŁ źródła pochodzenia finansowania majątku
1	2
A. Aktywa trwałe (majątek trwały), w tym: I. Wartości niematerialne i prawne, w tym dodatnia wartość firmy. II. Rzeczowe aktywa trwałe. 1. Środki trwałe: a. grunty (w tym PWUG), b. budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej. 2. Środki trwałe w budowie. 3. Zaliczki na środki trwałe w budowie. III. Należności długoterminowe (udzielone pożyczki)	A. Kapitał (fundusz) własny, w tym: I. Kapitał (fundusz) podstawowy. II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna). III. Udziały (akcje własne wielkość ujemna). IV. Kapitał (fundusz zapasowy). V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny. VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe. VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych. VIII. Zysk (strata) netto. IX. Odpisy z wyniku finansowego roku obro- towego (wielkość ujemna)

⁴ Ibid., s. 33.

cd. tabeli 1

1	2
IV. Inwestycje długoterminowe. 1. Nieruchomości. V. Długoterminowe rozliczenia okresowe	
B. Majątek obrotowy (aktywa obrotowe), w tym: I. Zapasy II. Należności krótkoterminowe. III. Inwestycje krótkoterminowe, w tym środki pieniężne i krótkoterminowe papiery wartościowe (przeznaczone do obrotu). IV. Krótkoterminowe rozliczenia między- okresowe czynne	B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania, w tym: I. Rezerwy na zobowiązania. 1. Rezerwy na podatki. 2. Pozostałe rezerwy. II. Zobowiązania długoterminowe. III. Zobowiązania krótkoterminowe i fundusze specjalne (pasywa bieżące). IV. Rozliczenia międzyokresowe bierne – w tym ujemna wartość firmy
Suma aktywów	Suma pasywów

Źródło: E. Mączyńska: *Nieruchomości w sprawozdawczości finansowej*. W: E. Mączyńska, M. Prystupa, K. Rygiel. *Ile jest warta nieruchomość*. Poltext, Warszawa 2007, s. 96.

Nieruchomości mogą być zakwalifikowane do odpowiedniej grupy aktywów zależnie od zasad ich użytkowania i celów, jakim służą. Nieruchomości mogą być zarówno składnikiem majątku trwałego, jak i obrotowego. Zależy to od tego, czy są wykorzystywane w celach operacyjnych, czyli w podstawowej (statutowej) działalności podmiotu, czy też nie. W pierwszej sytuacji są one składnikami środków trwałych. Natomiast nieruchomości przeznaczone do obrotu, jeśli obrót taki stanowi podstawową działalność firmy (np. deweloperskiej), są ewidencjonowane jako składniki majątku obrotowego (zapasy lub inwestycje krótkoterminowe)⁵.

Poprawa sytuacji finansowej wielu podmiotów gospodarczych, a równocześnie obserwowane zwyczaje cen na rynku nieruchomości zachęcające do inwestowania powodują, że w dyspozycji przedsiębiorstw znajdują się nie tylko nieruchomości operacyjne (środki trwałe), ale również nieruchomości nazywane nieruchomościami inwestycyjnymi.

Nieruchomości inwestycyjne mają charakter lokaty, co oznacza, że nie są użytkowane przez dany podmiot, lecz zostały nabyte lub wybudowane w celu osiągnięcia korzyści ekonomicznych wynikających bezpośrednio z przyrostu ich wartości, uzyskania z nich pożytków w formie czynszów, dywidend itp.⁶. Nieruchomości inwestycyjne zostały zdefiniowane w Międzynarodowych Stan-

⁵ E. Mączyńska, M. Prystupa, K. Rygiel. *Ile jest warta nieruchomość*. Poltext, Warszawa 2007, s. 97.

⁶ Ibid., s. 96.

dardach Rachunkowości w następujący sposób: „[...] nieruchomością inwestycyjną jest nieruchomość stanowiąca grunt, budynek lub oba te elementy, która nie jest przeznaczona do użytku na potrzeby własne podmiotu”⁷. Ten typ nieruchomości nie został jednak zdefiniowany w Ustawie o rachunkowości.

Nieruchomości inwestycyjne to przede wszystkim:

- a) grunty utrzymywane ze względu na oczekiwany długotrwały wzrost ich wartości,
- b) grunty o nieokreślonym dotychczas przeznaczeniu,
- c) budynek, którego jednostka jest właścicielem lub leasingobiorcą (w ramach leasingu finansowego), a który został oddany w najem,
- d) budynek przeznaczony na wynajem (nieużytkowany na cele własne)⁸.

Właściciel nieruchomości inwestycyjnej może ją traktować jako źródło przychodów z czynszu lub też utrzymywać w swym posiadaniu, licząc na znaczny wzrost jej wartości w czasie. W pierwszym przypadku mówimy o nieruchomości inwestycyjnej czynszowej, natomiast w drugim – o nieruchomości inwestycyjnej kapitałowej. Cechą odróżniającą nieruchomości inwestycyjne od innych nieruchomości, zaliczanych do środków trwałych jest więc m.in. uzyskiwanie z nich przepływów pieniężnych (np. z tytułu czynszów), które są w znacznej mierze uzależnione od pozostałych przepływów z działalności gospodarczej, uzyskiwanych w związku z wykorzystaniem innych aktywów.

3. Nieruchomości w sprawozdawczości finansowej

Nieruchomości są ujmowane w sprawozdawczości finansowej w różny sposób, zależnie od funkcji, przeznaczenia, czasu użytkowania, wartości itp. Mogą one być klasyfikowane w bilansie do różnych kategorii aktywów, a ich ujmowanie i wycenę regulują różne Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej. Przykładowo, wymogi MSR 16 „Rzeczowe aktywa trwałe” stosuje się do nieruchomości wykorzystywanych przez jednostki gospodarcze na własne potrzeby (np. do celów produkcji), w okresie dłuższym niż jeden rok.

⁷ Międzynarodowe Standardy Rachunkowości. Standard nr 40, paragraf 4.

⁸ E. Mączynska, M. Prystupa, K. Rygiel: Op. cit., s. 97.

Z kolei, w przypadku nieruchomości wytwarzanych w ramach zwykłej działalności (np. w jednostkach gospodarczych branży budowlanej), w celu odsprzedaży będą miały zastosowanie postanowienia MSR 2 „Zapasy”. Dla długoterminowych umów o usługi budowlane realizowanych na zlecenie osób trzecich należy stosować MSR 11 „Umowy o usługę budowlaną”.

W przypadku, nieruchomości, które częściowo funkcjonują jako inwestycyjne, a częściowo służą do zwykłej działalności operacyjnej, powstają trudności klasyfikacyjne. W takiej sytuacji obowiązuje zasada, że jeżeli mogą one być sprzedane rozdzielnie, to konsekwentnie i w ewidencji powinny być traktowane jako dwie odrębne kategorie. Natomiast, gdy jest to niemożliwe, lecz tylko nieznaczną część tej nieruchomości jest wykorzystywana w operacyjnej działalności podmiotu, wówczas może być ona zakwalifikowana w całości jako nieruchomość inwestycyjna⁹.

W praktyce gospodarczej zdarza się, że część nieruchomości (np. jedno czy dwa piętra budynku) są wykorzystywane przez jej właściciela na własne potrzeby, natomiast pozostała część służy pozyskiwaniu przychodów z czynszów lub jest utrzymywana ze względu na przyrost wartości rynkowej. W takiej sytuacji części składowe powinny zostać odrębnie wykazane w oddzielnych pozycjach bilansowych (odpowiednio jako środki trwałe oraz nieruchomości inwestycyjne) tylko wtedy, gdy mogą one zostać wydzielone i odrębnie sprzedane lub odrębnie oddane w leasing finansowy. W przeciwnym razie nieruchomość taka jest zwykle klasyfikowana do środków trwałych. Wyjątek stanowi sytuacja, gdy jedynie nieznaczną część nieruchomości jest wykorzystywana na własne potrzeby jej właściciela (np. w produkcji, dostawach towarów, przy świadczeniu usług lub czynnościach administracyjnych).

Przy ocenie przesłanek mających na celu zapewnienie prawidłowej klasyfikacji składnika aktywów w sprawozdaniu finansowym (środki trwałe lub nieruchomości inwestycyjne), należy mieć na uwadze także nadrzędne zasady rachunkowości, w tym zasadę przewagi treści ekonomicznej nad formą prawną. W praktyce może się bowiem zdarzyć, że jednostka gospodarcza udostępniająca nieruchomość stronie trzeciej świadczy jednocześnie dodatkowe usługi. Przykładem mogą być usługi dotyczące ochrony i utrzymania obiektu, świadczone przez właściciela na rzecz najemców. Zgodnie z nadrzędną zasadą przewagi treści ekonomicznej nad formą prawną, powyższy składnik aktywów będzie

⁹ Ibid., s. 98

zaliczony do nieruchomości inwestycyjnych jedynie w sytuacji, gdy usługi te nie są znaczące z punktu widzenia całej transakcji najmu. W przeciwnym przypadku, ze względu na znaczący zakres dodatkowo świadczonych usług, nieruchomość traktuje się jako zajmowaną przez właściciela i zalicza do kategorii środków trwałych. Przykładem mogą być np. znaczące co do wartości usługi zarządzania hotelem, świadczone przez właściciela nieruchomości hotelowej. Należy jednak podkreślić, iż w praktyce gospodarczej, przy świadczeniu usług także przez podwykonawców, często nie jest łatwe do określenia, czy dodatkowe usługi są znaczące, a co się z tym wiąże – czy nieruchomość jest zajmowana przez właściciela. W wielu przypadkach konieczna jest dogłębna analiza charakteru zawieranych umów (np. z podwykonawcami) oraz określenie, który z podmiotów (właściciel czy podwykonawcy) w praktyce ponosi ryzyko wahań przepływów pieniężnych generowanych w związku z funkcjonowaniem danej nieruchomości. Oznacza to, że zakwalifikowanie nieruchomości do inwestycyjnych wymaga indywidualnej oceny. Stąd też zgodnie z obowiązującymi przepisami, podmioty użytkujące nieruchomości są zobowiązane we własnym zakresie opracować kryteria kwalifikacji poszczególnych nieruchomości.

Nieruchomość inwestycyjna powinna być ujęta w aktywach bilansu podmiotu tylko wtedy, gdy:

- uzyskanie przyszłych korzyści ekonomicznych przez jednostkę jest prawdopodobne,
- można wiarygodnie określić cenę jej nabycia lub koszt wytworzenia.

4. Znaczenie nieruchomości dla przedsiębiorstwa

W literaturze podkreśla się, że nieruchomości mają dla przedsiębiorstw głównie znaczenie technologiczne, organizacyjne, prestiżowe lub ekonomiczne¹⁰.

Nieruchomości są dla bieżącego funkcjonowania przedsiębiorstwa nieodzowne, umożliwiają one bowiem realizację procesów wytwarzania, ochraniając ten proces. Dlatego też na pierwszym miejscu z reguły ujmuje się znaczenie technologiczne nieruchomości. W tej kwestii M. Bryx wypowiada się następująco: „[...] proces technologiczny wymaga obudowanej przestrzeni i bez niej

¹⁰ M. Bryx, *Organizacja i funkcjonowanie rynku nieruchomości*. W: *Wprowadzenie do zarządzania nieruchomościami*. Red. M. Bryx. Poltext, Warszawa 2004, s. 43.

nie ma możliwości realizowania podstawowego celu działania”¹¹. Uwzględniając nieodzowność posiadania przez przedsiębiorstwo nieruchomości, można postawić pytanie, czy koniecznie muszą one stanowić własność przedsiębiorstwa, czy też możliwe jest korzystanie z nieruchomości, nie posiadając do niej prawa własności. Praktyka życia codziennego potwierdza możliwość stosowania takiego rozwiązania, przy czym tendencja do wynajmowania nieruchomości daje się zauważyć w ostatnich latach szczególnie w firmach usługowych, które starają się lokować jak najbliżej klientów.

O znaczeniu nieruchomości można mówić również w sensie organizacyjnym. Zależnie od liczby nieruchomości i ich przestrzennego usytuowania organizacja i rytm funkcjonowania przedsiębiorstwa mogą być lepsze lub gorsze. W praktyce daje się zauważyć wyraźną tendencję do lokalizowania przedsiębiorstwa lub wyodrębnionych jego części na terenie jednej nieruchomości, co przyczynia się do „większej sprawności organizacji i niższych kosztów jej funkcjonowania”¹².

Nieruchomości posiadają dla firmy również znaczenie prestiżowe. Wygląd elewacji, nowoczesność rozwiązań architektonicznych, czytelne ciągi komunikacyjne to elementy przyciągające klientów, a także zachęcające potencjalnych inwestorów do inwestowania w to przedsiębiorstwo.

Często też dla klientów przedsiębiorstwa wygląd jego nieruchomości świadczy o jego kondycji finansowej. Nowoczesne i zadbane nieruchomości są odzwierciedleniem dobrych wyników finansowych przedsiębiorstwa, z kolei cechujące się złym stanem technicznym i wymagające szybkiego remontu stanowią o złej gospodarce i zbliżaniu się do stopniowego upadku przedsiębiorstwa. Czynniki prestiżu nieruchomości odgrywa szczególną rolę w tych firmach, które posiadają rozległe kontakty z kontrahentami zagranicznymi i produkują dla klientów o zasobniejszych portfelach, np. w branży samochodowej, informatycznej itp.

O znaczeniu nieruchomości dla przedsiębiorstwa można mówić także w sensie ekonomicznym. Ocena z tego punktu widzenia zależy jednak od tego, czy przedsiębiorstwo posiada tytuł własności do tej nieruchomości, czy tylko ją użytkuje. Co prawda w obu sytuacjach nieruchomości są dla przedsiębiorstwa

¹¹ M. Bryx: *Inwestycje w nieruchomości a kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*. W: *Inwestycje w procesie transformacji gospodarki Polski 1990-1999*. Red. W. Karaszewski. Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2000 s. 122.

¹² Ibid.

źródłem kosztów, jednakże w przypadku własności dochodzą dodatkowe obowiązki, związane z koniecznością zarządzania nieruchomościami, a także ich racjonalnego wykorzystania jako elementu aktywów w procesie zarządzania wartością firmy.

Znaczenie nieruchomości dla przedsiębiorstw potwierdzają m.in. wyniki badań przeprowadzonych przez Uniwersytet w Reading w Wielkiej Brytanii w latach 1993-2003 wśród menedżerów 983 firm¹³.

Respondentom postawiono 3 pytania:

1. Czy nieruchomości przedsiębiorstwa powinny być postrzegane jako miejsce działalności gospodarczej?
2. Czy nieruchomości należy analizować jako źródło kosztów przedsiębiorstwa?
3. Czy nieruchomości należy traktować przede wszystkim jako kluczowe aktywa w przedsiębiorstwie?

Każdemu z wymienionych znaczeń respondenci mogli przypisać 1-5 punktów, przy czym 1 punkt oznaczał znaczenie nieistotne, zaś 5 punktów znaczenie bardzo istotne. Syntetyczne zestawienie wyników ankiety zawiera poniższa tabela.

Tabela 2

Znaczenie nieruchomości dla przedsiębiorstw w opinii respondentów (w punktach)

Nr pytania	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
1	—	—	—	—	4,0	4,2	3,9	4,1	3,8	4,0
2	—	—	—	—	4,2	4,1	3,8	4,1	4,0	3,9
3	2,7	2,8	2,6	3,0	2,8	3,2	2,9	3,4	3,1	2,9

Źródło: R. Bon, R. Luck: *CREMRU-JCI Annual Survey of Corporate Real Estate Practices*. University of Reading, Reading 2002, s. 33, za: M Rymaszak: *Zarządzanie nieruchomościami przedsiębiorstw w Polsce*. CeDeWu. Warszawa 2009, s. 25

Jak pokazuje to powyższa tabela, przedsiębiorcy sprowadzają znaczenie nieruchomości przede wszystkim do ich roli w działalności gospodarczej, a ponadto podkreślają ich wpływ na kształtowanie się kosztów przedsiębiorstwa.

¹³ R. Bon, R. Luck: *CREMRU-JCI Annual Survey of Corporate Real Estate Practices*. University of Reading, Reading 2002, s. 33.

Przypisanie przez respondentów najwyższego znaczenia nieruchomościom jako miejscu prowadzenia działalności gospodarczej wynika z wcześniej już podkreślanego ich znaczenia technologicznego. Niezależnie od funkcji czysto produkcyjnej, nieruchomości tworzą i ochraniają stanowiska pracy, zaspokajają także potrzeby socjalne pracowników firm, którzy spędzają w nich sporo swojego czasu. Z kolei układ przestrzenny nieruchomości wywiera istotny wpływ na komunikację między pracownikami, a w konsekwencji na sprawne funkcjonowanie przedsiębiorstwa. W tej grupie znaczeń trzeba też uwzględnić estetykę i stopień nowoczesności rozwiązań architektonicznych, co przesądza o prestiżu firmy¹⁴.

Posiadanie nieruchomości przynosi przedsiębiorstwu niewątpliwe korzyści, jednakże wiąże się także z ponoszeniem dość znacznych kosztów obsługi. Dla grupy analizowanych wcześniej firm, udział kosztów obsługi nieruchomości w kosztach operacyjnych wahał się w latach 1993-2002 w sposób przedstawiony w tabeli 3.

Tabela 3

Udział kosztów obsługi nieruchomości w kosztach operacyjnych przedsiębiorstw

Wyszczególnienie	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Udział kosztów obsługi nieruchomości w kosztach operacyjnych (%)	9,0	16,0	9,0	15,0	21,0	14,0	28,0	19,0	14,0	17,0

Źródło: Ibid., s. 26.

Dla porównania można podać, że w roku 2002 wskaźnik, o którym mowa wyżej, kształtował się w Stanach Zjednoczonych na poziomie 15%, zaś w krajach europejskich (bez Wielkiej Brytanii) wynosił tylko 8%.

Koszty obsługi nieruchomości są również rozpatrywane jako składnik całkowitych kosztów przedsiębiorstwa. Badania z tego zakresu przeprowadziła w 2003 r. firma United Systems Integrators Corporation (Stany Zjednoczone) wśród 264 dyrektorów finansowych dużych przedsiębiorstw, metodą ankiety internetowej oraz metodą wywiadu telefonicznego. W opinii 22% respondentów koszt obsługi nieruchomości stanowi najwyższy lub drugi z kolei koszt przed-

¹⁴ M. Rymarzak: *Zarządzanie nieruchomościami przedsiębiorstw w Polsce*. CeDeWi, Warszawa 2009, s. 26.

siębiorstwa. Dalsze odpowiedzi uczestników ankiety wskazywały, że koszty obsługi nieruchomości pod względem udziału w kosztach przedsiębiorstwa ogółem zajmują miejsce: trzecie – 25,0%, czwarte – 19,0% piąte – 22,0% oraz dalsze – 12,0% respondentów¹⁵.

W świetle tych wyników są zrozumiałe działania menedżerów firm zmierzające do redukcji kosztów obsługi nieruchomości. Wśród najczęściej stosowanych sposobów redukcji kosztów obsługi nieruchomości wymienia się następujące:

1. Wyzbywanie się niepotrzebnych nieruchomości.
2. Zmiana lokalizacji.
3. Intensyfikacja zagęszczenia stanowisk pracy.
4. Outsourcing.
5. Offshoring.
6. Zmiana klasy budynku.
7. Praca w domu¹⁶.

Jakkolwiek wyżej omówione sposoby obniżania kosztów obsługi nieruchomości dotyczyły warunków amerykańskich, to jednak przejawy podobnych podejść można również zauważyć na europejskim, w tym polskim, rynku nieruchomości przedsiębiorstw. Wracając do ankiety przeprowadzonej przez Uniwersytet w Reading przypomnijmy, że w ocenie menedżerów za istotne kryterium oceny nieruchomości dla przedsiębiorstw uznano „nieruchomość jako znaczące aktywo” (tabela 1). W badanym okresie dla grupy przedsiębiorstw brytyjskich analizie poddano dwa wskaźniki:

1. Udział liczby nieruchomości własnych we wszystkich nieruchomościach pozostających w dyspozycji przedsiębiorstwa (%).
2. Udział wartości nieruchomości w łącznej wartości aktywów przedsiębiorstwa (%).

Kształtowanie się tych wskaźników za lata 1993-2002 przedstawia poniższa tabela.

¹⁵ The CFO Perspective on Corporate Real Estate, CFO Research Services, United Systems Integrators Corporation, 2003, s. 3.

¹⁶ Corporate Real Estate Impact Survey. Faster, better, cheaper. Jones Lang LaSalle, 2004, s. 2, za M. Rymarzak: *Zarządzanie nieruchomościami przedsiębiorstw...*, op. cit., s. 27.

Tabela 4

Miejsce nieruchomości w aktywach przedsiębiorstw

Wyszczególnienie	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Liczba nieruchomości własnych do ogólnej liczby nieruchomości	59,0	39,0	48,0	42,0	43,0	49,0	47,0	50,0	42,0	44,0
Udział wartości nieruchomości w aktywach (%)	17,0	33,0	8,0	14,0	29,0	34,0	29,0	30,0	23,0	22,0

Źródło. R. Bon, R. Luck: Op. cit., s. 20, za: M. Rymarzak: Op. cit., s. 28

Nieruchomości własne stanowiły relatywnie wysoki odsetek wszystkich nieruchomości, jakie znajdowały się w badanych przedsiębiorstwach. Wskaźnik udziału zawierał się w przedziale 39%-59%, przy czym był on najwyższy w roku 1993. Na podkreślenie zasługuje fakt, że omawiany wskaźnik udziału zdecydowanie przekraczał 40%, natomiast w roku 2000 osiągnął 50%. Należy jednak zgodzić się z tym, że omawiana relacja posiada tylko charakter orientacyjny, gdyż dotyczy liczby, a nie wartości nieruchomości własnych.

Wartość poznawcza drugiego wskaźnika jest niewątpliwie wyższa, odzwierciedla on bowiem udział wartości nieruchomości w ogólnej wartości aktywów w przedsiębiorstwach. W badanym okresie zawierał się w przedziale 8% do 34%. Dane dotyczące poszczególnych lat dowodzą, że zdecydowanie ponad jedną czwartą wartości aktywów stanowiły nieruchomości.

Nieruchomości, jakimi dysponuje przedsiębiorstwo, mogą stanowić jego własność, ale również znajdować się tylko w jego użytkowaniu. Jak podkreśla M. Bryx: „[...] posiadanie prawa własności do nieruchomości (lub prawa własności do budynków na użytkowanym wieczystie gruncie) stwarza możliwość wykorzystania specyficznych cech nieruchomości dla zarządzania wartością firmy”¹⁷. W pozostałych przypadkach możliwe są tylko poszukiwania możliwości obniżenia kosztów użytkowania nieruchomości poprzez np. zmniejszanie stawki czynszu (lub wolniejszy jej wzrost) i ewentualnie innych opłat towarzyszących lub zmniejszanie zapotrzebowania na powierzchnię¹⁸.

¹⁷ M. Bryx: *Inwestycje w nieruchomości a kształtowanie wartości przedsiębiorstwa. W: Inwestycje w procesie transformacji...*, op. cit., s. 122.

¹⁸ Ibid.

5. Zarządzanie nieruchomościami w przedsiębiorstwie a jego wartość

Literatura z zakresu zarządzania i finansów przedsiębiorstwa niewiele miejsca poświęca zależności: zarządzanie nieruchomościami (w przedsiębiorstwie) – wartość przedsiębiorstwa. Relacja ta jest natomiast postrzegana przez menedżerów polskich przedsiębiorstw giełdowych¹⁹. Około 44% z nich zdecydowanie potwierdza istnienie tego typu zależności, zaś dalsze 33% przychyliła się do tego poglądu. Blisko 15% ankietowanych menedżerów nie ma w tej kwestii skryształowanego poglądu, natomiast tylko 3% ogółu respondentów uznało, że nie ma podstaw, by mówić o takiej zależności²⁰.

Badania ankietowe potwierdziły, iż zależność ta jest przede wszystkim dostrzegalna w przedsiębiorstwach reprezentujących branże: finanse, ubezpieczenia i nieruchomości, natomiast największy odsetek niemających zdania występuje w przedsiębiorstwach handlowych. Przedsiębiorstwa produkcyjne potwierdzały tę zależność tym silniej, im większa była skala ich działalności operacyjnej. Takie stanowisko można uznać za w pełni uzasadnione, gdyż nieruchomości w aktywach trwałych tych przedsiębiorstw są bardzo istotną pozycją²¹.

W ankiecie sformułowano ponadto pytanie, czy zasadne jest posiadanie przez przedsiębiorstwa własnych nieruchomości. Pogląd ten poparło 2/3 ankietowanych firm, natomiast blisko 30% firm wyraziło pogląd przeciwny. Wśród oponentów znajdowały się głównie przedsiębiorstwa informatyczne oraz przedstawiciele firm handlowych, finansowych, ubezpieczeniowych i zajmujących się obsługą nieruchomości. Z kolei za posiadaniem przez przedsiębiorstwa własnych nieruchomości były firmy budowlane i produkcyjne.

Za interesujące można uznać odpowiedzi na pytanie: jaki odsetek aktywów trwałych powinny stanowić nieruchomości w podstawowych dziedzinach działalności? Syntetyczne zestawienie odpowiedzi przedstawia się następująco:

¹⁹ Badania przeprowadziła Katedra Inwestycji i Nieruchomości Akademii Ekonomicznej w Poznaniu w roku 2006. Obyło nimi przedsiębiorstwa notowane na WGPW, traktując je jako przedsiębiorstwa nowoczesne.

²⁰ P. Nowacki: *Zarządzanie nieruchomościami a wartość przedsiębiorstwa. Wyniki badań ankietowych*. W: *Ryzyko w działalności inwestycyjnej – aspekty teoretyczne i praktyczne*. Red. H. Henzel. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2009, s.178.

²¹ Ibid., s. 179.

– produkcja	47%
– budownictwo	33%
– transport i komunikacja	30%
– informatyka	20%
– finanse, nieruchomości, ubezpieczenia	5%

Przytoczone wielkości są wyrazem zróżnicowanej nieodczowności nieruchomości w różnych branżach, co zostało podniesione już we wcześniejszych rozważaniach.

Interesujących uogólnień dostarcza analiza odpowiedzi na pytania dotyczące posiadania i zarządzania nieruchomościami. Na pytanie, czy posiadanie własnych nieruchomości jest dla przedsiębiorstwa dużym obciążeniem, 31% respondentów odpowiedziało twierdząco, przy czym 10% zdecydowanie „tak”, zaś 21% skłania się ku tej odpowiedzi. Co czwarte przedsiębiorstwo stwierdza, że posiadanie nieruchomości nie wiąże się z dużym obciążeniem. Najliczniejszą grupę (blisko 40%) stanowią firmy, które w tej kwestii nie zajmują stanowczego stanowiska²².

Za niezwykle istotne należy uznać odpowiedzi na pytania dotyczące wpływu sposobu zarządzania nieruchomościami w przedsiębiorstwie na jego wartość. Pytania dotyczące zarządzania nieruchomościami w przedsiębiorstwach pozwalają określić, co tak naprawdę nowoczesne przedsiębiorstwo myśli o nieruchomościach. Spośród przebadanych firm niecałe 3% nie zgadza się z opinią, że nowoczesne przedsiębiorstwa nie tracą czasu na zarządzanie nieruchomościami, a 3,3% raczej nie zgadza się z przytoczoną opinią. Z drugiej strony 36% zdecydowanie potwierdza powyższą tezę. Zdaniem P. Nowackiego można wysunąć wniosek, że „[...] istnieje grupa przedsiębiorstw, która dowodzi, że nieruchomości nie muszą stanowić dużego udziału w aktywach trwałych. Liczy się zaś fakt zarządzania nieruchomościami, nawet tymi, które nie są własnością przedsiębiorstwa je użytkującego”²³.

Ze stanowiskiem, że wraz z rozwojem firmy rola nieruchomości w przedsiębiorstwie maleje, zdecydowanie zgadza się blisko 13% badanych firm, zaś 3 na 10 raczej zgadzają się z przedstawioną tezą. Odmiennego zdania jest około 15% przedsiębiorstw, co skłania do wniosku, że wraz z rozwojem przedsiębiorstw rola nieruchomości w ich zarządzaniu faktycznie maleje.

²² Ibid., s. 180

²³ Ibid., s. 181.

Kolejną kwestią, jaką zajęto się w ankiecie, było inwestowanie w nieruchomości. Podkreślenia wymaga fakt, że żadne z przedsiębiorstw nie zgodziło się w pełni ze stwierdzeniem, iż nowoczesne przedsiębiorstwo inwestuje w nieruchomości. Natomiast co piąte potwierdziło, że jest to słuszne twierdzenie dla nowoczesnych firm. Spory odsetek stanowiły przedsiębiorstwa, dla których kwestia ta jest obojętna (41% ogółu badanych). Inwestycje w nieruchomości relatywnie często podejmują przedsiębiorstwa branży budowlanej i handlowe oraz reprezentujące finanse, ubezpieczenia i nieruchomości. Pozwala to stwierdzić, że skłonność do inwestowania w nieruchomości jest skorelowana z charakterem prowadzonej działalności oraz wymaganiami, jakie wyznaczają operacyjne obszary funkcjonowania firmy²⁴. W tej sytuacji zasadne jest postawienie pytania, czy wielkość udziału nieruchomości w majątku trwałym jest zależna od branży. Analiza odpowiedzi menedżerów wykazuje, że na to pytanie twierdząco wypowiedziało się 2/3 przedsiębiorstw, natomiast dalsze 30% przychyliło się do tego stanowiska. Znamiennym jest fakt, że żadne z przedsiębiorstw nie wyraziło odmiennego zdania, co dowodzi, że podział na branżę w istotny sposób determinuje politykę przedsiębiorstw w zakresie nieruchomości.

Uogólniając wyniki zaprezentowanych badań można stwierdzić, iż w badanych firmach notowanych na GPW w Warszawie nie występuje silny, jednoznaczny i mocno ugruntowany pogląd o istotnym wpływie posiadania, inwestowania i zarządzania nieruchomościami użytkowanymi przez przedsiębiorstwo na jego wartość.

Kolejnym nasuwającym się wnioskiem jest powiązanie oddziaływania nieruchomości na wartość firmy w układzie branżowym. „Wszędzie tam, gdzie nieruchomości są istotnym czynnikiem produkcji niezbędnym do uzyskania właściwej skali i jakości produkcji i świadczonych usług, [...] odnotowujemy zainteresowanie zarządów zagadnieniem wpływu nieruchomości na wartość przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwa produkcyjne, handlowe i z branży usług finansowych wyraźnie dostrzegają omawiany problem i wskazują na istniejącą korelację pomiędzy inwestowaniem, posiadaniem i zarządzaniem nieruchomościami a wartością firmy”²⁵.

²⁴ Ibid.

²⁵ P. Nowacki: *Nieruchomości w gospodarce przedsiębiorstw w Polsce. W: Nieruchomości – wycena, opłacalność i ryzyko*. Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 2010, s. 49.

Podsumowanie

Nieruchomości przedsiębiorstw, z uwagi na swą różnorodność, stanowią ważny fragment szeroko rozumianego gospodarowania nieruchomościami. Każdorazowo odrębnego traktowania wymagają nieruchomości operacyjne i nieruchomości inwestycyjne przedsiębiorstw. Odrębność tych dwóch grup prowadzi w konsekwencji do stosowania odmiennych sposobów ujmowania w sprawozdawczości statystycznej. Jak wykazały rozważania zawarte w opracowaniu, sposoby ujmowania nieruchomości operacyjnych posiadają już swoje procedury. W dalszym ciągu natomiast dopracowania wymaga strona sprawozdawcza i analityczna nieruchomości inwestycyjnych.

Jak wykazano w opracowaniu brakuje usankcjonowanych i powszechnie przyjętych kryteriów określania znaczenia nieruchomości, a co ważniejsze, odczuwa się znaczący niedostatek baz danych dla prowadzenia badań o dłuższym horyzoncie czasowym i pogłębionej szczegółowości analiz. Statystyka nieruchomości przedsiębiorstw pozostawia wiele do życzenia. Utrudnia to prowadzenie głębszych badań nad wpływem nieruchomości na wartość przedsiębiorstwa. Stosowanie badań o charakterze opisowym nie zawsze satysfakcjonuje badaczy i zarządców. Skuteczne gospodarowanie nieruchomościami przedsiębiorstw wymaga dalszych pogłębionych badań, uwzględniających ich branżowy charakter.

REAL ESTATE MANAGEMENT OF THE COMPANY

Summary

This paper refers to the issue of real estate management of the company. Real estate typology is discussed in detail, indicating the degree of their relationship with a statutory activity of business operators. Drawing upon literature, the basic criteria have been identified enabling the quantification of the importance of real estate for a company.

The author has also attempted to clarify the relationship between real estate value and the value of the company, using the results of empirical research. These results helped to emphasize the importance of a professional approach in the evaluation of the relationship: the value of a real estate and the value of the company.

Jan Konowalczyk

POŚREDNIE ZASTOSOWANIE METOD DOCHODOWYCH DO WYCENY OPERACYJNYCH NIERUCHOMOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW W POLSCE

Wstęp

Nieruchomości operacyjne stanowią składniki mienia użytkowane przez przedsiębiorstwo (zajmowane są przez właściciela) na cele wykonywanej działalności gospodarczej, np. produkcyjnej lub usługowej. Korzyści ekonomiczne z działalności prowadzonej na nieruchomościach operacyjnych są mierzone na poziomie zagregowanym dla przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części i zawierają także efekty synergiczne związane ze sposobem organizacji określonej struktury biznesowej, która obejmuje oprócz nieruchomości także rzeczy ruchome i składniki niematerialne. Stąd wyodrębnianie korzyści wynikających z kontroli określonych nieruchomości operacyjnych jest znacznie utrudnione, a w przypadku specjalistycznych nieruchomości nie jest możliwe przyporządkowanie im konkretnych dochodów. W takim przypadku klasyczne zastosowanie metod dochodowych opierających się na kapitalizacji dochodów o charakterze czynszowym uzyskiwanych z nieruchomości jest niemożliwe, jednak dla określenia wartości rynkowej można rozważać zastosowanie metod dochodowych w sposób pośredni, co wymaga ekstrakcji wartości rynkowej nieruchomości z wartości rynkowej działalności operacyjnej przedsiębiorstwa. Celem artykułu jest zaprezentowanie warunków stosowania w Polsce pośrednich metod dochodowych do określania wartości rynkowej specjalistycznych nieruchomości operacyjnych w kontekście instytucjonalizacji prawnej metodyki wyceny i rozwiązań zawartych w krajowych standardach zawodowych.

1. Regulacje prawne i zawodowe wyceny nieruchomości operacyjnych przedsiębiorstw

Metodyka wyceny nieruchomości nie jest dostosowana do stanu rozwoju rynku nieruchomości w Polsce, a regulacje prawne, wprowadzone w latach 90. XX w.¹, stanowią obecnie istotną barierę instytucjonalną dla wykonywania wiarygodnych wycen nieruchomości przedsiębiorstw. Podjęta próba ustawodawców zapewnienia kompleksowych rozwiązań prawnych poprzez wprowadzenie nowych przepisów o gospodarce nieruchomościami okazała się jednak nieskuteczna, czego dowodzi aktualny sposób uregulowania kwestii wartości bankowo-hipotecznej, wartości godziwej, wartości ubezpieczeniowej i in.

Podstawowym problemem ekonomicznym jest określanie wartości rynkowej, ponieważ pozostałe rodzaje wartości są definiowane najczęściej negatywnie w stosunku do tej kategorii. W tym zakresie dominujące znaczenie mają przepisy o gospodarce nieruchomościami, które w sposób istotnie odmienny od uznanej współczesnej literatury naukowej² oraz od standardów międzynarodowych³ i zagranicznych⁴ regulują kwestie metodyczne wyceny nieruchomości.

Zasadniczym błędem jest powiązanie w przepisach prawa metod wyceny⁵ z rodzajami określanej wartości poprzez wskazanie, że: „Przy zastosowaniu podejścia porównawczego lub dochodowego określa się wartość rynkową nieruchomości. Jeżeli istniejące uwarunkowania nie pozwalają na zastosowanie podejścia porównawczego lub dochodowego, wartość rynkową nieruchomości określa się w podejściu mieszanym. Przy zastosowaniu podejścia kosztowego

¹ Ustawa dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami (tj. Dz.U. nr 102 z 2010 r., poz. 651), art. 150 w związku z art. 7 „Jeżeli istnieje potrzeba określenia wartości nieruchomości, wartość tę określają rzeczoznawcy majątkowi” oraz art. 149: „Przepisy niniejszego rozdziału stosuje się do wszystkich nieruchomości, bez względu na ich rodzaj, położenie i przeznaczenie, a także bez względu na podmiot własności i cel wyceny”.

² *The Appraisal of Real Estate*. Twelfth Edition, Appraisal Institute, Chicago 2001, s. 150 i n.

³ *Europejskie Standardy Wyceny 2009*. Wydanie szóste. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 2009, *Międzynarodowe Standardy Wyceny 2007*. Edycja ósma. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 2009.

⁴ Por. m.in.: *RICS Valuation Standards*. 6th edition. Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS), Coventry 2007; *Uniform Standards of Professional Appraisal Practice*. The 2008-2009 Edition of USPAP (2008-2009 USPAP), Appraisal Foundation, Washington 2007; *Canadian Uniform Standards of Professional Appraisal Practice*. Appraisal Institute of Canada, Ottawa 2007.

⁵ Przepisy o gospodarce nieruchomościami operują pojęciem „podejścia” jako sposobu wyceny, podczas gdy faktycznie „podejście” stanowi w tych warunkach jedynie kryterium klasyfikacyjne dla grupy metod i technik wyceny, które faktycznie stanowią sposoby wyceny nieruchomości.

określa się wartość odtworzeniową nieruchomości”⁶. Oprócz błędnego wskazania, że jakoby rodzaj „narzędzi” wykorzystywanych do wyceny dawał gwarancję osiągnięcia wymaganego efektu, np. w postaci poprawnego określenia wartości rynkowej, dodatkowo wprowadzono zasadę rozdzielnego stosowania poszczególnych sposobów wyceny, to znaczy, że przy określaniu wartości rynkowej stosuje się jedno podejście: porównawcze lub dochodowe⁷, a w szczególnych okolicznościach – mieszane⁸. Natomiast podejście kosztowe jest wykorzystywane samodzielnie do szacowania wartości odtworzeniowej. Regulacje krajowe są odmienne od metodyki uzgodnionej w skali międzynarodowej, gdzie wskazuje się, że każda z metod wyceny ma charakter porównawczy i każda prowadzi do określenia wartości rynkowej, jeżeli zostanie właściwie zastosowana poprzez wnioskowanie oparte na informacjach i danych rynkowych⁹. Analogicznie każda metoda może prowadzić także do jednej z kategorii wartości nierynkowych, jeżeli nie zostaną spełnione warunki określone w definicji dla wartości rynkowej.

Pozostawiając poza rozważaniami konieczność i warunki wyodrębnienia wartości odtworzeniowej i stosowanie podejścia porównawczego w Polsce¹⁰ należy wskazać, że rozwiązania prawne metodyki dochodowej trzeba ocenić jako mało spójne i niejednoznaczne. W przepisach prawa brakuje kompletnego opisu metodyki dochodowej, co istotnie utrudnia możliwość przyjęcia podstawowych założeń dotyczących związku wyceny dochodowej z wnioskowaniem przyczynowo-skutkowym i korzystanie z ogólnej zasady porównywania, przy uwzględnieniu w porównaniach trzech czynników: czynszów (1), kosztów-wydatków (2) oraz ryzyka uzyskiwania dochodów (3). Pomimo że w przepisach prawa dotyczących metody dochodowej wyceny nieruchomości zasadniczo poprawnie ujęto formuły kapitalizacji z wyodrębnieniem kapitalizacji prostej i złożonej (dyskontowej), to jednak rezultat takich obliczeń, który nazywa się wartością dochodową, pozostaje niedookreślony i może stanowić zarówno wartość rynkową, jak też wartości nierynkowe. Takiej oczywistej regulacji brakuje

⁶ Ustawa o gospodarce nieruchomościami, op. cit., art. 152, ust. 2.

⁷ W praktyce zapis ten jest interpretowany sekwencyjnie, jako pierwszeństwo podejścia porównawczego przed podejściem dochodowym.

⁸ Należy ponadto zwrócić uwagę na brak spójności przepisów ustawy o gospodarce nieruchomościami z przepisami wykonawczymi Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 września 2004 r. w sprawie wyceny nieruchomości i sporządzania operatu szacunkowego (Dz.U. nr 207, poz. 2109 z późn. zm.), ponieważ regulacja ta wprowadza do praktyki wyceny niezdefiniowane kategorie wartości do celów wyceny wymienionych np. w § 25 i § 54, opisane jedynie poprzez procedurę wyceny.

⁹ *Międzynarodowe Standardy Wyceny 2005*. Edycja siódma. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 2006, s. 83.

¹⁰ Szerzej: J. Konowalczyk. *Wycena nieruchomości przedsiębiorstw*. C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 83 i n.

w przepisach prawa, a wskazują one niepoprawnie na powiązanie metod dochodowych zasadniczo z wartością rynkową, a jedynie w szczególnych przypadkach regulacje prawne odnoszą do wycen nierynkowych¹¹.

Regulacje prawne w Polsce wskazują na dwie metody dochodowe wyceny: inwestycyjną i zysków, co stanowiło niekiedy przesłankę dla wskazywania, że w praktyce dopuszczalne jest stosowanie w Polsce pośrednich metod dochodowych. Takie poglądy są błędne, gdyż z przepisów prawa¹² i krajowych standardów zawodowych wynika, że na obszarze sformalizowanego regulacjami prawnymi rzeczoznawstwa majątkowego jest aktualnie dopuszczalna jedynie wycena nieruchomości przy bezpośrednim zastosowaniu metody zysków. W kontekście regulacji prawnych jednoznacznie i trafnie ujęto kwestie formalnego stosowania metody zysków w Polsce w Nocie Interpretacyjnej nr 2, gdzie wskazano na wyróżnienie metod wyceny (inwestycyjnej i zysków) w zależności od sposobu obliczania dochodu¹³, wskazując jednocześnie na małą autonomię tych metod, gdyż możliwe i zasadne wydaje się stosowanie do wyceny jednej nieruchomości równocześnie obu metod na etapie obliczania wysokości dochodu do kapitalizacji¹⁴. W związku z tym dla stosowania w praktyce metody zysków w Polsce jest wymagane istnienie aktywnego rynku dotyczącego wynajmu specjalistycznych nieruchomości przedsiębiorstw, dla których stawki czynszowe nie są ustalane w odniesieniu do parametrów fizycznych nieruchomości (czynsz za powierzchnię lub kubaturę), a związane z dochodami lub obrotami uzyskiwanymi przez użytkowników-najemców (dzierżawców) nieruchomości.

Formalne warunki stosowania w Polsce metody zysków stanowią zasadniczo kopię metodyki brytyjskiej, która została ukształtowana pod wpływem bardzo rozwiniętego rynku nieruchomości, dużej ilości danych rynkowych, w tym dotyczących transakcji czynszowych nieruchomościami stanowiącymi kompletne obiekty produkcyjne czy usługowe¹⁵.

¹¹ Por. § 25 i § 54 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 września 2004 r. w sprawie wyceny nieruchomości i sporządzania operatu szacunkowego (Dz.U. nr 207, poz. 2109 ze zm.), regulacje te wprowadzają do praktyki wyceny niezdefiniowane kategorie wartości do celów konkretnych wyceny poprzez opis procedurę.

¹² Por. § 6 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 września 2004 r. w sprawie wyceny nieruchomości i sporządzania operatu szacunkowego (Dz.U. nr 207, poz. 2109 wraz ze zm.).

¹³ Powszechne Krajowe Zasady Wyceny (PKZW), Nota Interpretacyjna nr 2 Zastosowanie podejścia dochodowego w wycenie nieruchomości. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 2009, www.pfsrm.com.pl, pkt. 3.1.5 i 3.2.1.

¹⁴ Ibid., pkt 3.2.2 – „W razie konieczności w wycenie nieruchomości można stosować równocześnie oba sposoby obliczania dochodów – metodę inwestycyjną i metodę zysków. Dochód z nieruchomości stanowi w takim wypadku sumę dochodów obliczonych przy zastosowaniu obu metod”.

¹⁵ J. Konowalczuk: Op. cit., s. 97 i n.

2. Warunki pośredniego stosowania metody zysków dla wartości rynkowej

Pośrednie sposoby dochodowej wyceny nieruchomości operacyjnych mogą być stosowane zarówno w technice kapitalizacji prostej, jak przy wykorzystaniu technik dyskontowania strumieni dochodów (DCF). W każdym przypadku wartość jako wynik kapitalizacji obejmuje specjalistyczny zespół aktywów operacyjnych (SZAO), co można odnosić do wyceny pojęcia działalności operacyjnej nazywanej biznesem nieruchomościowym (BN). W zależności od przyjętych założeń do wyceny, kapitalizacja pośrednia prowadzi do wartości rynkowej lub do jednej z kategorii wartości nierynkowych.

Ogólny schemat pośredniego stosowania metody zysków zaprezentowano na rysunku 1.



Rys. 1. Ogólny schemat pośredniego stosowania metody zysków

Dopuszczalność stosowania pośrednich zastosowań metody zysków wymaga oceny, w jakim zakresie spełnione są warunki definicyjne wartości rynkowej, co w praktyce wyceny jest weryfikowane przez wykorzystanie zawodowej interpretacji wartości rynkowej¹⁶ oraz ocenę poprawności w kontekście dobrej praktyki wyceny odnoszonej do zasad wyceny, w szczególności do podstawowych zasad dotyczących obiektywizacji i antycypacji¹⁷. Podstawowe znaczenie ma jednak ocena stanu rynku z punktu widzenia istnienia efektywnego popytu na tego rodzaju nieruchomości.

W związku z tym można sprecyzować warunki, w jakich byłoby dopuszczalne określanie wartości rynkowej nieruchomości przy zastosowaniu metody zysków w sposób pośredni. Warunki te obejmują następujące założenia do wyceny:

1. Biznes nieruchomościowy funkcjonuje i są dostępne dane historyczne dotyczące przychodów i kosztów działalności.
2. Możliwa jest ocena ryzyka biznesu nieruchomościowego w szczególności w zakresie oceny stabilności jego prowadzenia.
3. Aktualny sposób użytkowania nieruchomości stanowi najkorzystniejszy (optymalny) sposób użytkowania i brakuje przesłanek rynkowych dla przyjmowania zmian w tym zakresie. Obejmuje to zarówno presję ze strony rynku nieruchomości na zmianę sposobu użytkowania (np. wynikającą z wysokiej wartości gruntu), jak i presję wynikającą z warunków konkurencji w branży (np. przestarzałość techniczna powodująca niskie dochody operacyjne).
4. Stan i przeznaczenie nieruchomości, stanowiącej składnik szacowanego SZAO, determinują w sposób zasadniczy rodzaj i wysokość pożytków z prowadzonej działalności i nie są wymagane istotne nakłady inwestycyjne.

¹⁶ *Powszechne Krajowe Zasady Wyceny (PKZW). Krajowy Standard Wyceny Podstawowy, Wartość rynkowa i wartość odtworzeniowa (KS WP I)*. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 2009, www.pfsm.com.pl.

¹⁷ *Wycena nieruchomości*. Wydanie polskie. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 2002, s. 55-65

5. Działalność z wykorzystaniem SZAO jest prowadzona na konkurencyjnym (aktywnym) rynku¹⁸, stąd możliwe jest ustalenie wielkości stabilnego dochodu, jaki osiągałby typowy, przeciętnie efektywny nabywca BN.
6. W skład SZAO wchodzi oprócz nieruchomości głównie rzeczy ruchome, dla których istnieją aktywne rynki i jest możliwe ustalenie ich cen rynkowych.
7. Składniki niematerialne SZAO nie mają zasadniczego znaczenia dla rodzaju i poziomu uzyskiwanych obrotów i dochodów z BN.

Wynik wyceny z pośredniego zastosowania metody zysków dotyczy biznesu nieruchomościowego, który wymaga alokacji polegającej na rozdzieleniu na wartość rynkową nieruchomości, na której jest prowadzona działalność, i na wartość rynkową pozostałych aktywów, w tym aktywów niematerialnych nazywanych *goodwillem*¹⁹. W pośrednio stosowanej metodzie zysków zakłada się, że w pewnych sytuacjach i do określonych celów praktycznych możliwe i konieczne będzie, po oszacowaniu wartości biznesu nieruchomościowego, wiarygodne wyodrębnienie wartości nieruchomości, która powinna stanowić najistotniejszy składnik SZAO. Przykładami nieruchomości biznesowych, do których można rozważać stosowanie metody zysków, mogą być: hotele, cegielnie, kopalnie odkrywkowe, np. piaskownie, żwirownie, oczyszczalnie ścieków, cementownie, huty, rafinerie, biogazownie, fanny wiatrowe, spalarnie odpadów, stawy rybackie, szkółki drzew, sady, plantacje drzew, stacje benzynowe.

Podsumowanie i wnioski

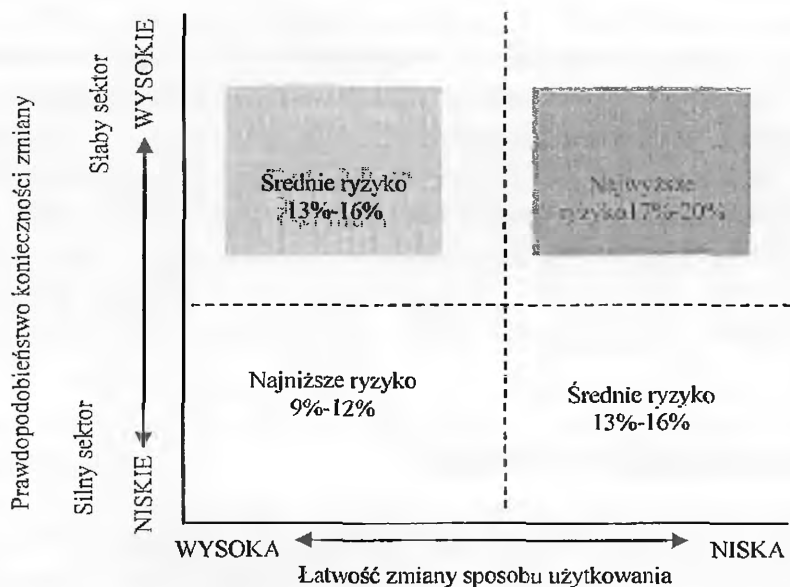
Nie dla każdej nieruchomości operacyjnej, która generuje dochody, możliwe jest określenie wartości rynkowej, gdyż nie zawsze będą spełnione warunki (założenia do wyceny) wskazane w rozdziale 2. Należy wskazać, że mniej

¹⁸ Wymaga to analizy zarówno źródeł zaopatrzenia, jak i warunków sprzedaży towarów lub usług. Podstawowy warunek dotyczy wystarczającej liczby dostawców i odbiorców, co odpowiada modelowi konkurencji wolnorynkowej. Warunek taki powinien być spełniony zarówno po stronie zaopatrzenia (wielu dostawców podstawowych materiałów do produkcji lub świadczenia usług) i klientów. Nie zawsze takie warunki mogą być spełnione, np. dostawy paliw do stacji benzynowych w Polsce realizują zasadniczo 2-3 podmioty. Jednak po stronie klientów stacji występuje już rynek bliski wolnej konkurencji. Przykładem spełnienia warunków wolnej konkurencji po stronie zaopatrzenia i sprzedaży może być młyn gospodarczy i typowy hotel (np. 3*** w Krakowie). Przykładem nieruchomości, która nie spełnia warunku wolnej konkurencji po stronie zaopatrzenia i sprzedaży, może być wydział walcowni stali zaopatrywany technologicznie z jednego źródła zaopatrzenia i sprzedający ponad 80% swojej produkcji jako półprodukty do innego wydziału.

¹⁹ N.A. Dunse, N. Hutchison, A. Goodacre: *Trade-Related Valuations and the Treatment of Goodwill*. „Journal of Property Investment & Finance” 2004, Vol. 22, No. 3, s. 243.

ważnym problemem metodycznym jest sposób podziału WBN na nieruchomości i inne składniki SZAO. Zasadnicze kwestie dotyczą możliwości przyjmowania założeń do wyceny dotyczących: kontynuowania aktualnej działalności przy stabilnym poziomie dochodów bez konieczności dokonywania wysokich nakładów inwestycyjnych, co wiąże się z niskim ryzykiem prowadzenia działalności.

Przy uwzględnieniu presji rynku nieruchomości wywołującej zmiany funkcji należy wskazać, że pośrednie metody zysków trzeba stosować do nieruchomości o niskim lub średnim ryzyku przy niskiej zdolności do zmiany funkcji. Na rysunku 2 dotyczy to nieruchomości „silnych sektorów” położonych w górnej części wykresu o średnim i najwyższym ryzyku.



Rys. 2. Ocena warunków pośredniego stosowania metody zysków dla wartości rynkowej w odniesieniu do ryzyka, w tym zmiany sposobu użytkowania w kontekście siły sektora

Źródło: Na podstawie S.R. Clark, J.R. Knight. *Appraising Special Purpose Industrial Properties without the Use of Comparables*. W: M.D. McKinley, J.A. Simpsin et al.: *Appraising Industrial Properties*. Appraisal Institute, Chicago 2005, s. 213.

W przypadku braku możliwości pośredniego zastosowania metody zysków, konieczne jest stosowanie metod bazujących na kosztach wytworzenia, co w warunkach krajowych prowadzi do oszacowania wartości odtworzeniowej

nieruchomości. Ten rodzaj wartości w Polsce nie może być stosowany do celów związanych ze sprzedażą, zabezpieczaniem wierzytelności²⁰, a także do celów aportowych, gdyż wartość odtworzeniowa nie odpowiada warunkom wymaganym przepisami prawa dla wartości zbywczej²¹. Taka ocena wskazuje, że aktualne rozwiązania prawne metodyki wyceny nieruchomości operacyjnych przedsiębiorstw stanowią barierę instytucjonalno-prawną ograniczającą rozwój tego segmentu rynku.

INDIRECT APPLICATION OF INCOME METHODS TO THE APPRAISAL OF OPERATING CORPORATE REAL ESTATE IN POLAND

Summary

This paper makes an attempt to determine the conditions of application of the income method in Poland for the purpose of assessing the market value of specialized operating property in the light of requirements set by legal provisions and professional standards. The present publication shows appraisal-related assumptions to be followed in order to enable the assessment of market value of this type of immovable properties by means of indirect application of the income method. A conclusion has been formulated that the current legal solutions concerning the methods of valuation of operating corporate real estate pose an institutional and regulatory barrier which impairs development of this segment of the market.

²⁰ KSW 3 „Wycena do celów zabezpieczenia wierzytelności” (Dz. Urz. Ministra Infrastruktury z dnia 8 stycznia 2010 r., nr 1, poz. 1, pkt 2.2), www.mi.gov.pl.

²¹ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2000 r., nr 94, poz. 1037 ze zm.) art. 15, 175, 481.

Katarzyna Śmietana

KONCEPCJA ANALIZY EKONOMICZNEJ NIERUCHOMOŚCI INWESTYCYJNYCH

Wstęp

Współcześnie właściciele nieruchomości są postrzegani jako inwestorzy działający na rynku inwestycyjnym, realizujący cele – podporządkowane przyjętym strategiom, niezależnie od ich charakteru, zmierzającym do pomnażania wartości zainwestowanego kapitału. Ekonomicznym sensem inwestowania jest kreowanie wartości¹ w nowoczesnym więc podejściu do nieruchomości, które postrzega się jako inwestycje, znaczenia nabiera problematyka zarządzania wartością, a co za tym idzie, wykorzystania narzędzi zarządzania ekonomiczno-finansowego. „Zarządzanie ekonomiczno-finansowe polega na wyznaczeniu i realizowaniu celów ekonomiczno-finansowych właściciela, zarówno strategicznych, taktycznych jak i operacyjnych, poprzez instrumenty budżetowania, analizowania i sprawozdania”². Wyniki i wnioski stanowią punkt wyjścia dla prognoz ekonomiczno-finansowych, wyrażających alternatywne sposoby wykorzystania nieruchomości ze wskazaniem ich wpływu na efektywność ekonomiczną przyjętych wariantów rozwoju.

Zarządzanie wartością nieruchomości to zespół działań podejmowanych w procesach przejmowania, administrowania i strategicznego zarządzania, które są ukierunkowane na pomnażanie kapitału właścicieli nieruchomości. Współczesne modele zarządzania nieruchomościami obejmują koncepcje zarządzania wartością³, co ma fundamentalne znaczenie, ukazuje bowiem potrzebę trakto-

¹ K. Pęca: *Zintegrowana ocena efektywności finansowej surowcowego projektu inwestycyjnego*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2010, s. 9.

² W.J. Brzeski: *Planowanie i zarządzanie ekonomiczno-finansowe* „Świat Nieruchomości” 2001, nr 32, s. 45.

³ Koncepcje zarządzania wartością są fundamentem zarządzania nieruchomościami dochodowymi zarówno w teorii property, jak również facility management.

wania nieruchomości jak kapitału zapewniającego właścicielom określone korzyści ekonomiczne w postaci pożądanych efektów mających wymiar finansowy⁴. Wiedza dotycząca możliwości kształtowania wartości kapitałowej pozwala na kreowanie wartości nieruchomości poprzez wdrażanie skutecznych działań w procesie zarządzania strategicznego nieruchomością oraz inicjowanie procesów ukierunkowanych na przekształcanie i rozwój nieruchomości generujących dochody. Wybór i dopasowanie optymalnej w sensie ekonomicznym funkcji użytkowej i strategii zarządzania pozwala na maksymalizację wartości inwestowanego kapitału.

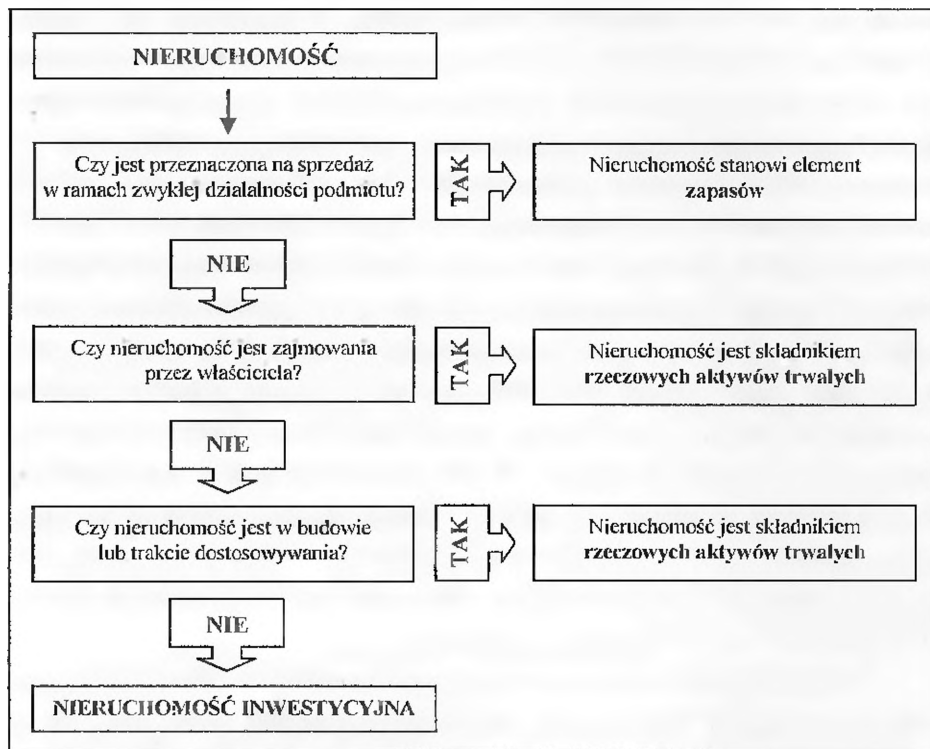
Rozpatrując kategorię nieruchomości w aspekcie ekonomicznym należy uwzględnić fakt, iż stanowi ona dobro użytkowe, wyznaczające przestrzeń dla realizacji procesów gospodarczych i aktywności społecznych, oraz dobro inwestycyjne jako składnik portfela inwestycyjnego, w obu przypadkach posiadając potencjał ekonomiczny rozumiany jako zdolność do realizacji korzyści o wymiarze finansowym, niezależnie od sposobu ekonomicznego wykorzystania nieruchomości.

Autor zamierza przedstawić cel i zakres wykorzystania powszechnie znanych metod analizy ekonomicznej, w szczególności analizy finansowej, do oceny potencjału ekonomicznego nieruchomości inwestycyjnych.

1. Potencjał ekonomiczny nieruchomości inwestycyjnych

Nieruchomości inwestycyjne to wyłączone z użytkowania w ramach działalności operacyjnej jednostki składniki, z których korzyści ekonomiczne są realizowane bezpośrednio w formie przepływów środków pieniężnych uzyskiwanych w dużej mierze niezależnie od pozostałych aktywów, które są w posiadaniu jednostki gospodarczej. Nieruchomości inwestycyjne są identyfikowane z uwzględnieniem kryterium ekonomicznego sposobu ich wykorzystania – wyłączenie z użytkowania – stanowiąc warunek konieczny uznawania składników majątkowych za inwestycje, determinuje ich ujmowanie jako „inwestycji długoterminowych”.

⁴ A. Nalepka: *Institucjonalizacja zarządzania nieruchomościami w Polsce*. „Świat Nieruchomości” 2005, nr 51, s. 43.



Rys. 1. Procedura identyfikacji nieruchomości inwestycyjnych

Źródło: *Rachunkowość finansowa*. Red. Z. Messner. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2006, s. 224.

Nieruchomość inwestycyjna, stanowiąc składnik portfela, zapewnia korzyści ekonomiczne o charakterze bezpośrednich korzyści finansowych (nieruchomość czynszowa) i/lub aprecjację zainwestowanego kapitału (nieruchomość kapitałowa). Nieruchomości czynszowe zapewniają strumienie periodycznych przychodów z wynajmu powierzchni. Zainwestowany kapitał w tego typu inwestycje jest odzyskiwany w sposób bezpośredni w postaci wpływów z najmu lub dzierżawy nieruchomości, utrzymywanej w portfelu. Istotny udział w strumieniu wpływów mają również przychody o charakterze pozaczynszowym, których źródła mogą mieć różnorodny charakter, będąc efektem udogodnień oferowanych użytkownikom. Aprecjacja zainwestowanego kapitału w długim horyzoncie czasu jest celem angażującego środki finansowe

w nieruchomości kapitałowe. Inwestorzy oczekują w tym przypadku wzrostu wartości rynkowej nieruchomości, które posiadają w portfelu inwestycyjnym. W praktyce inwestor oczekuje zarówno maksymalizacji dochodów, jak i wartości, które będą determinowały efektywną rentowność zaangażowanych kapitałów. Potencjał ekonomiczny nieruchomości inwestycyjnych będzie więc wyrażał się w maksymalnym poziomie dochodów i maksymalnym poziomie wartości, uzyskiwanej przy danym sposobie zagospodarowania nieruchomości. Odnosząc się do koncepcji optymalnego sposobu użytkowania, optymalny z ekonomicznego punktu widzenia sposób wykorzystania nieruchomości, będzie warunkował maksymalizację korzyści osiąganych przez inwestora. „Optymalny sposób użytkowania nieruchomości oznacza najlepsze możliwe w danych warunkach rynkowych jej zagospodarowanie, które w konsekwencji daje najwyższą wartość rynkową”⁵. Wybór optymalnej funkcji przy zapewnieniu efektywnego zarządzania na poziomie strategicznego zarządzania wartością nieruchomości – wartością czynszową i kapitałową – będzie pozwalał na realizację oczekiwań właściciela-inwestora, które powinny być wyrazem wykorzystania potencjału ekonomicznego nieruchomości.

Ocena potencjału ekonomicznego nieruchomości z uwzględnieniem warunkowań prawnych i fizycznych określonej przestrzeni, może pozwolić na waloryzację możliwości gospodarczego jej wykorzystania. Koncepcja optymalnego sposobu użytkowania – znajdująca zastosowanie w wycenie nieruchomości – może zostać wykorzystana w ocenie efektywności finansowej wariantów rozwoju nieruchomości, w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych.

2. Zakres i cele analizy ekonomicznej nieruchomości inwestycyjnych

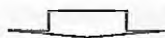
Nowoczesne podejście do nieruchomości stanowiącej centrum zysku wymaga wykorzystywania narzędzi umożliwiających zarządzanie jej finansami na poziomie działalności operacyjnej – zarządzania operacyjnego, oraz in-

⁵ Koncepcja OSU – optymalnego sposobu użytkowania, jest jednym z fundamentów definicji wartości rynkowej wykorzystywanej w międzynarodowych, europejskich i krajowych standardach wyceny. Za. T. Ramin: *Koncepcja optymalnego sposobu użytkowania w wycenie nieruchomości*. W: *Wycena przedsiębiorstw i zarządzanie wartością*. Red. D. Zarzecki, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 534. Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2009, s. 195.

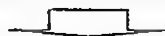
westycyjnej – zarządzania strategicznego nieruchomością. Na poziomie zarządzania operacyjnego jest realizowany cel utrzymania wartości majątku, natomiast na poziomie zarządzania strategicznego podwyższania wartości nieruchomości

w efekcie realizacji optymalnego wariantu jej rozwoju. Cele wyznaczane do realizacji mają wymiar finansowy i są ukierunkowane na zarządzanie wartością czynszową nieruchomości i jej wartością kapitałową. Wyartykułowanie celów przewidzianych do realizacji jest możliwe w efekcie oceny aktualnej sytuacji ekonomiczno-finansowej – poprzez dokonanie diagnozy pozycji ekonomiczno-finansowej nieruchomości oraz wskazanie perspektyw jej rozwoju poprzez prognozowanie przyszłych scenariuszy, będących efektem przewidzianych do realizacji i wdrożonych zamierzeń inwestycyjnych.

Diagnoza – pozycja ekonomiczno-finansowa



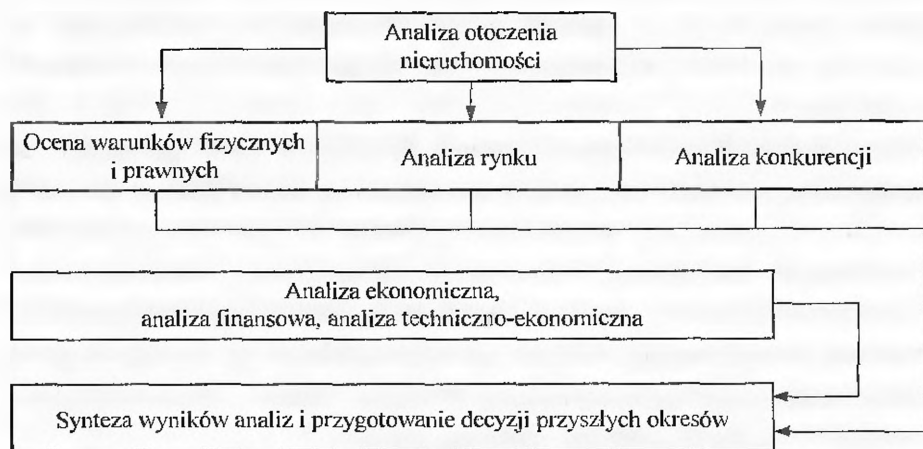
Perspektywy – możliwości rozwoju



Wybór optymalnego ekonomicznie wariantu rozwoju

Rys. 2. Ocena potencjału ekonomicznego nieruchomości

Ocena potencjału ekonomicznego nieruchomości będzie dokonywana przy wykorzystaniu powszechnie znanych metod analizy ekonomicznej. Uwzględniając fakt, iż cechą charakterystyczną analizy jest jej bezpośrednie wykorzystanie w procesie zarządzania, analiza ekonomiczna może być przydatnym narzędziem właściciela i zarządcy nieruchomości w podejmowaniu bieżących oraz strategicznych decyzji gospodarczych, a także kontroli ich efektów.



Rys. 3. Analiza potencjału ekonomicznego nieruchomości

W analizie ekonomicznej, ze względu na zakres przedmiotowy rozpatrywanych zjawisk, wyodrębnia się dwa działy: analizę finansową oraz analizę techniczno-ekonomiczną, która stanowi pogłębienie i uzupełnienie analizy finansowej. W analizie ekonomicznej nieruchomości zastosowanie znajduje zarówno analiza finansowa, jak również techniczno-ekonomiczna, a powszechnie stosowanym narzędziem jest analiza wskaźnikowa. Ze względu na przyjęty okres analizy należy wskazać potrzebę wykorzystania analiz: retrospektywnej (ex post), bieżącej (operatywnej) oraz prospektywnej (ex ante), w tym: taktycznej i strategicznej (wewnętrznej, zewnętrznej oraz synergii nieruchomości z otoczeniem).

W diagnozowaniu sytuacji ekonomicznej nieruchomości jest wykorzystywana analiza retrospektywna oraz bieżąca, natomiast w celu ustalenia skutków podejmowanych działań w przyszłości, w tym inwestycyjnych, zastosowanie znajduje analiza prospektywna.

Analiza ex post, jest rodzajem analizy ekonomicznej pozwalającej na weryfikację decyzji, które zostały podjęte w przeszłości, a ich skutki są obserwowane w okresie bieżącym i będą następowały jeszcze w przyszłości. Analiza wyników w relatywnie krótkich odstępach czasu – dnia, miesiąca czy dekady – ma charakter analizy operatywnej. W procesie planowania jest wykorzystywana analiza ex ante, która pozwala uwzględniać założenia dotyczące przewidywanych zmian w przyszłości i tych przewidywalnych z dużym prawdopodo-

bieństwem oraz tych, których prawdopodobieństwo wystąpienia nie jest wysokie. W analizie tej przewiduje się efekty wszystkich procesów decyzyjnych, uwzględniając pewne prawidłowości, tendencje, które były wcześniej zaobserwowane, jak i te, które mogą się pojawić w przyszłości. W analizie zjawisk, których wystąpienie przewiduje się w przyszłości, jest stosowana analiza taktyczna, obejmująca okres nie dłuższy niż dwa lata oraz strategiczna, która odnosi się do okresów kilkuletnich i ma szczególne znaczenie dla ustalania ewentualnych wariantów rozwoju nieruchomości. Należy podkreślić jej powszechne, praktyczne wykorzystania przy sporządzaniu planu zarządzania nieruchomością, w którym wskazuje się warianty rozwojowe i uzasadnia wybór najkorzystniejszego przy zastosowaniu rachunku ekonomicznego. W analizie strategicznej uwzględnianie czynników wewnętrznych – mocnych i słabych stron nieruchomości, oraz czynników zewnętrznych – szans i zagrożeń wynikających z otoczenia, pozwala na analizę synergii nieruchomości z otoczeniem w oczekiwanej przez przeprowadzającego analizę perspektywie.

Analiza porównawcza stanowi jedną z najpopularniejszych metod analizy ekonomicznej o dużych walorach użyteczności praktycznej. Wyróżnia się w niej:

- porównania z danymi postulowanymi, z planem, danymi oczekiwanymi – referencyjnymi,
- porównania w czasie (zwykle, łańcuchowe),
- porównania w przestrzeni (benchmarking).

Metoda jest wykorzystywana do porównań zmiennych opisujących określone kategorie ekonomiczne – zmiennej stanowiącej wzorzec do porównań oraz zmiennej ocenianej, empirycznie zmierzonej, w celu ustalenia odchylenia, które są wyrażane w wielkościach absolutnych lub względnych. W praktyce stosowane porównania dotyczą ustalonych parametrów, które odnosi się do tych, które przyjmuje się jako referencyjne, pożądane, czy też parametrów osiągniętych w jednostkach uznawanych za konkurencyjne (tzw. benchmarking).

Porównania w czasie mają na celu wskazanie na tendencje i tempa zmian zjawisk poprzez ocenę ich dynamiki w okresie objętym badaniem. Porównania zwykle uwzględniają stałą podstawę odniesienia, natomiast w porównaniach łańcuchowych przyjmuje się zmienną podstawę, którą stanowi każdorazowo wielkość odniesienia, będącą zarazem parametrem ustalonym w roku poprzedzającym rok, w którym identyfikowana jest wielkość oceniana (tzw. porównania w czasie).

Analiza ekonomiczna nieruchomości będzie miała tym większą wartość, im w większym zakresie wykorzysta się metodę analizy porównawczej, przy interpretacji wskaźników ustalanych dla analizowanej nieruchomości, w tym: operacyjnych, rynkowych oraz finansowych. Prowadzone badania analityczne powinny być realizowane etapami, a w ich przebiegu można wyróżnić sekwencję czynności, na którą składają się:

1. Wskazanie przedmiotu, celu badań, zakresu oraz metodyki badawczej.
2. Pomiar i wstępna ocena badanych zjawisk, która wymaga relatywnego ujęcia, co determinuje potrzebę zastosowania metody analizy porównawczej.
3. Badania szczegółowe pozwalające na identyfikację czynników, kierunków i siły ich oddziaływania na badane zjawisko z zastosowaniem metody analizy przyczynowej.
4. Prezentacja wyników, sformułowanie diagnozy oraz wniosków z analizy⁶.

3. Analiza finansowa nieruchomości inwestycyjnych

Ocena bieżącej sytuacji ekonomiczno-finansowej nieruchomości jest dokonywana na podstawie dotychczasowych wyników gospodarczych zrealizowanych w efekcie prowadzonej działalności operacyjnej. Parametrami uwzględnianymi w analizie są kategorie ekonomiczne, które wyznaczają wartość czynszową i kapitałową nieruchomości oraz są rezultatem podjętych w minionych okresach decyzji taktycznych i strategicznych. Uznaje się, iż badanie powinno obejmować okres 2-5 lat⁷, poprzedzających wyznaczony moment sporządzania diagnozy. Ocena ekonomiczno-finansowa nieruchomości musi uwzględniać wykorzystanie metody analizy porównawczej, kształtowania się wybranych wskaźników dla danej nieruchomości w czasie. Analiza będzie przedstawiała tym większą wartość, im zakres analizy porównawczej będzie szerszy, obejmujący nie tylko porównania w czasie, lecz również porównania z parametrami uznawanymi za referencyjne, charakteryzujące nieruchomości

⁶ *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*. Red. M. Jerzemowska. PWE, Warszawa 2006, s. 20-23.

⁷ T. Jurkowski, A. Gawlik, W.J. Brzeski: *Zarządzanie ekonomiczno-finansowe*. W: *Nieruchomości w Polsce. Pośrednictwo i zarządzanie. Kompendium*. Red. W.J. Brzeski, D. Cichoń, K. Jurek, B. Rogatko. Europejski Instytut Nieruchomości, Warszawa-Kraków 2007, s. 651.

wyznaczające standard rynkowy. Należy przyjąć, iż porównania w przestrzeni, tzw. benchmarking, rozumiany jako porównywanie nieruchomości z najlepszymi na rynku, które ustalają standard rynkowy⁸ danego typu nieruchomości⁹, są warunkiem koniecznym dla pełnej oceny nieruchomości. Analiza nieruchomości służąca diagnozie powinna więc obejmować analizę otoczenia nieruchomości – analizę uwarunkowań rynkowych oraz analizę konkurencji w celu przyjęcia wartości pozwalających na wyznaczenie wskaźników rynkowych oraz dokonanie porównań z wykorzystaniem wskaźników operacyjnych i finansowych, umożliwiających ocenę pozycji nieruchomości w stosunku do obiektów konkurencyjnych.

Zasadniczą część analizy stanowi analiza ekonomiczna, której częściami składowymi są analizy finansowa oraz techniczno-ekonomiczna, a narzędziem znajdującym praktyczne zastosowanie – analiza wskaźnikowa. Wykorzystanie analizy wskaźnikowej, w tym wskaźników analizy finansowej, do oceny ekonomicznej nieruchomości, pozwala na stworzenie syntetycznego i przejrzystego obrazu jej finansów oraz pozycji rynkowej poprzez pryzmat sytuacji ekonomicznej nieruchomości we właściwym dla niej segmencie rynku kapitałowego¹⁰. Wskaźnikowa analiza techniczno-ekonomiczna może stanowić uzupełnienie analizy finansowej i służyć ocenie efektywności wykorzystania określonych, niezbędnych zasobów, które warunkują sprawność użytkową nieruchomości.

Tabela 1

Analiza wskaźnikowa w ocenie ekonomicznej nieruchomości

Wskaźniki analizy finansowej	Wskaźniki analizy techniczno-ekonomicznej
Wskaźniki operacyjne – wskaźniki pieniężne: – wskaźniki finansowe – wskaźniki syntetyczne	Wskaźniki operacyjne – wskaźniki ilościowe: – wskaźniki efektywności zatrudnienia – wskaźniki zużycia mediów

⁸ Standard obejmuje jakość budynku charakteryzowaną przez parametry techniczne, funkcjonalne, behawioralne, organizacyjne oraz ekonomiczne. Zob. m.in.: *Wybrane elementy facility management w architekturze*. Red. E. Niezabitowska. Wydawnictwo Politechniki Śląskiej, Gliwice 2004, s. 48-63; E. Stachura: *Marketing na rynku nieruchomości*. PWE, Warszawa 2007, s. 49-50; I. Foryś: *Rynek nieruchomości komercyjnych*. W: *Zarządzanie nieruchomościami komercyjnymi*. Red. I. Foryś. Poltext, Warszawa 2006, s. 37.

⁹ I. Foryś: Op. cit., s. 36

¹⁰ A. Nalcipka, K. Łach: *Problemy ekonomiczno-finansowe w zarządzaniu nieruchomościami*. „Świat Nieruchomości” 2005, nr 54, s. 23-29; T. Jurkowski, A. Gawlik, W.J. Brzeski: Op. cit., s. 651-680.

Zastosowanie analizy wskaźnikowej jest warunkowane zgromadzeniem informacji dotyczących wszystkich tych parametrów ekonomicznych, które są podstawą do ustalenia lub wyliczenia wskaźników i dokonywania porównań w zakładanym horyzoncie czasu objętym analizą 2-5 lat oraz przeprowadzenia porównań w przestrzeni. Analiza służąca diagnozie będzie miała więc charakter analizy *ex post*, jej zakres będzie zależał od typu nieruchomości, można jednak przyjąć, iż generalnie będzie ona obejmowała:

- analizę struktury i dynamiki (porównania w czasie) oraz analizę przestrzenną (porównania ze wskaźnikami referencyjnymi) na bazie wskaźników operacyjnych, a w tym: analizę struktury i dynamiki przychodów czynszowych i pozaczynszowych, analizę struktury i dynamiki wydatków eksploatacyjnych, analizę dynamiki dochodu operacyjnego netto,
- wskaźnikową analizę finansową z wykorzystaniem wskaźników finansowych i rynkowych oraz analizę techniczno-ekonomiczną.

Należy podkreślić, iż analiza powinna się opierać na kategoriach ekonomicznych (parametrach) wyrażonych w ujęciu gotówkowym, tzw. kasowym, aktualnie preferowanym przez inwestorów¹¹.

Kategorie ekonomiczne wyrażające wyniki działalności operacyjnej prowadzonej na nieruchomości są określane mianem wskaźników operacyjnych. Te wyrażone w ujęciu pieniężnym, obliczane na podstawie kategorii wpływów oraz wydatków, są elementami składowymi operacyjnych strumieni przepływów gotówkowych i należą do nich: potencjalne wpływy operacyjne, wpływy operacyjne brutto, dochód operacyjny netto czy efekt gotówkowy netto. W ujęciu modelowym strumień przepływów środków pieniężnych z nieruchomości prezentuje tabela 2.

¹¹ Różny zakres analizy będzie warunkowany również celem, dla którego będzie ona przeprowadzana. Bieżąca analiza ekonomiczno-finansowa nieruchomości, jako integralna część planu zarządzania nieruchomością, powinna zawierać: budżet sprawozdawczy nieruchomości oraz przepływy pieniężne z nieruchomości z poprzedzających analizę trzech lat, budżet nieruchomości i przepływy pieniężne na bieżący rok, przepływy finansowe związane z obsługą zadłużenia nieruchomości, analizę opłacalności użytkowania nieruchomości z wykorzystaniem analizy wskaźnikowej oraz szacunek wartości nieruchomości. Za: H. Gawron: *Przygotowanie planu zarządzania nieruchomością*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 2008, s. 64-95.

Tabela 2

Model przepływu środków pieniężnych z nieruchomości

Zarządzanie ekonomiczno-finance Teoria zarządzania nieruchomościami	Rzeczoznawstwo majątkowe Teoria wyceny nieruchomości
+ Potencjalne Wpływy Operacyjne (PWOB)	+ Potencjalny dochód brutto
– straty z pustostanów i zaległości (SD)	– SD
+ Wpływy Operacyjne Brutto (WOB)	= Efektywny dochód brutto
– wydatki operacyjne (WOP)	– WOP
= Dochód Operacyjny Netto (DON)	= Dochód operacyjny netto
– obsługa zadłużenia (OD)	– OD
= Wynik Gotówkowy Bez Podatku (WGB)	= Strumień pieniężny przed odliczeniem podatków
– wydatki kapitałowe netto (– wydatki inwestycyjne + środki z zaciągniętych kredytów)	– NP
= Efekt Gotówkowy Netto Bez Podatku (EGB)	= Strumień przepływu gotówki netto
– zapłacone zobowiązania podatkowe (NP)	
= Efekt Gotówkowy Netto	

Źródło: Na podstawie *Wycena nieruchomości* Red. E. Kucharska-Stasiak. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 2000, s. 323-362, T. Jurkowski, A. Gawlik, W.J. Brzeski *Zarządzanie ekonomiczno-finance. W. Nieruchomości w Polsce Pośrednictwo i zarządzanie. Kompendium*. Red. W.J. Brzeski, D. Cichoń, K. Jurek, B. Rogatko. Europejski Instytut Nieruchomości, Warszawa-Kraków 2007, s. 651-659.

Potencjalne wpływy czynszowe wyrażają maksymalny poziom strumienia wpływów, którego źródłem są czynsze – odzwierciedlają „produktywność nieruchomości”, jej potencjał dochodowy. Wpływy czynszowe są zasadniczym składnikiem przychodów uzyskiwanych z działalności operacyjnej, jednakże znaczącym ich źródłem są również wpływy pozaczynszowe¹². Czynsz wyrażany pieniężnie jest świadczeniem należnym wynajmującemu, przekazywanym przez najemcę, który użytkując daną przestrzeń jest zobowiązany do uiszczania periodycznych płatności oczekiwanych przez właściciela nieruchomości. W teorii i praktyce wykorzystuje się różne kategorie czynszu z uwagi m.in. na różnorodność umów najmu zawieranych na rynku. Podstawowe ich rodzaje zostały zaprezentowane w tabeli 3 wśród nich wyróżniono: czynsz brutto – najemca płaci czynsz, właściciel pokrywa wydatki operacyjne; zmodyfikowane brutto – najemca i właściciel pokrywają wydatki operacyjne wspólnie;

¹² Źródłami wpływów pozaczynszowych są opłaty uiszczane przez najemcę za wszelkiego rodzaju udogodnienia, w tym: usługi cateringowe, dostawy materiałów biurowych, usługi kurierskie oraz opłaty za udostępnianie miejsc parkingowych, powierzchni na reklamę oraz wynajem sal bankietowych czy konferencyjnych.

pojedyncze netto – najemca, poza czynszem, płaci za usługi komunalne oraz podatki lub ubezpieczenie, właściciel płaci za utrzymanie i remonty oraz podatki lub ubezpieczenie; podwójne netto – najemca, poza czynszem, płaci za usługi komunalne oraz podatki związane z nieruchomością i ubezpieczenie, właściciel płaci za utrzymanie i remonty nieruchomości; potrójne netto – właściciel pokrywa koszty remontów nieruchomości, za pozostałe kategorie wydatków operacyjnych płaci najemca; (absolutne) netto – wszystkie wydatki operacyjne pokrywa najemca¹³.

Tabela 3

Rodzaje czynszów z nieruchomości i ich charakterystyka

Rodzaj czynszu najmu	Pokrywający poszczególne kategorie wydatków operacyjnych				
	usługi komunalne (media)	podatki związane z nieruchomością	ubezpieczenie	utrzymanie	remonty
Brutto	właściciel				
Zmodyfikowany brutto	właściciel i najemca pokrywają wydatki wspólnie				
Pojedyncze netto	najemca	właściciel lub najemca (płaci jeden lub drugi)		właściciel	
Podwójne netto	najemca			właściciel	
Potrójne netto	najemca				właściciel
Netto	najemca				

Źródło: *The Appraisal of Real Estate*, 12th ed. Appraisal Institute, Chicago 2001, s. 477, za: J. Konowalczyk: *Wycena nieruchomości przedsiębiorstw*, C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 79.

W analizie ekonomicznej nieruchomości powinna znaleźć wykorzystanie kategoria czynszu umownego, rynkowego, bazowego, tzw. minimalnego, nadmiarowego oraz efektywnego. Czynsz umowny (*contract rent*) wyraża poziom faktycznych wpływów, będący efektem uzgodnień pomiędzy stronami, które zostają zapisane w umowie najmu. Wynajmujący dąży do stanu, w którym czynsz uzgodniony kształtowałby się na poziomie co najmniej czynszu rynkowego, w praktyce jednak może osiągać poziom niższy. W sytuacji, gdy czynsz umowny przewyższa czynsz rynkowy, kwota wyrażająca różnicę stanowi tzw. czynsz nadmiarowy (*excess rent*). Taka sytuacja wynika z korzystniejszych zapisów umownych dla właściciela, który będzie realizował wyższe

¹³ *The Appraisal of Real Estate*, 12th ed. Appraisal Institute, Chicago 2001, s. 477, za: J. Konowalczyk: *Wycena nieruchomości przedsiębiorstw*, C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 78-79.

korzyści ekonomiczne z inwestycji, będące efektem skutecznego zarządzania nieruchomością lub wynegocjowanych wcześniej w korzystniejszych warunkach wyższych stawek rynkowych. Dla danego typu nieruchomości uznawanych jako porównywalne, uwzględniając przyjęte atrybuty, jest możliwe ustalenie tzw. czynszu rynkowego – stawek oferowanych i płaconych w porównywalnych nieruchomościach. Czynsz rynkowy (*market rent*) wyraża więc poziom wpływów czynszowych, które uzyskałby najprawdopodobniej właściciel, oferując do wynajmu na otwartym rynku nieruchomość, którą charakteryzuje określony standard rynkowy.

Znaczące walory informacyjne dla właściciela ma kategoria czynszu bazowego (*base rent*) tzw. czynszu minimalnego, gdyż wyraża składową strumienia wpływów, zapewniającego pokrycie wszystkich wydatków operacyjnych nieruchomości i obsługę zadłużenia w sytuacji obciążenia nieruchomości kredytem¹⁴. Czynsz efektywny, stanowiąc rzeczywisty wpływ z tytułu wynajmu, jest kategorią ustaloną po uwzględnieniu wszelkich ewentualnych czasowych obniżek stawek czynszu lub zwolnień z opłat w okresie adaptacji – przystosowania przestrzeni do potrzeb nowego użytkownika.

Przyjmując całkowitą powierzchnię najmu oraz stawki czynszu umownego, staje się możliwe ustalenie potencjalnych wpływów czynszowych z nieruchomości – maksymalnego poziomu strumienia wpływów, które może wygenerować nieruchomość, uwzględniając wyniki negocjacji między stronami w postaci ustalonych stawek czynszu wskazanych w umowach najmu. Do porównań w analizie potencjału ekonomicznego nieruchomości zaleca się uwzględnienie strumienia wpływów określonego z wykorzystaniem stawek rynkowych. Iloczyn całkowitej powierzchni i stawek za wynajem powierzchni stosowanych w obiektach wyznaczających standard rynkowy dla danego typu nieruchomości pozwala określić poziom wykorzystania jej potencjału dochodowego.

Miarodajnym wskaźnikiem operacyjnym uwzględnianym w analizie ekonomicznej nieruchomości jest kategoria wpływu operacyjnego brutto. Wielkość tę ustala się powiększając wpływy czynszowe o sumę wpływów z innych źródeł

¹⁴ Czynsz minimalny wyraża poziom należnej płatności wynajmującemu, która pozwoli pokryć wszystkie wydatki zapewniające sprawność eksploatacyjną nieruchomości, płynność w zakresie obsługi długu oraz oczekiwany przez właściciela roczny zwrot z kapitału własnego. Wysokość czynszu minimalnego obliczamy sumując wyrażone w skali roku wskazane kategorie pieniężne, a następnie dzieląc ich sumę przez całkowitą powierzchnię najmu. Za: A. Nalepka, K. Łach: *Problemy ekonomiczno-finansowe w zarządzaniu nieruchomościami*. „Świat Nieruchomości” 2005, nr 54, s. 24

niż czynsze i korygując tę wartość o straty w dochodach, które są realizowane z uwagi na identyfikowane pustostany, czyli niewynajęte powierzchnie oraz zaległości czynszowe. Wpływy operacyjne brutto, pomniejszone o wydatki operacyjne, wyznaczają poziom dochodu operacyjnego netto. Wydatki operacyjne są wyrażanymi w skali roku koniecznymi wydatkami do zapewnienia sprawności eksploatacyjnej nieruchomości oraz utrzymanie jej w stanie nie pogorszonym, pozwalającym na osiągnięcie oczekiwanego poziomu efektywnych wpływów operacyjnych brutto. Wydatki operacyjne mogą być ujmowane w sprawozdawczości według grup rodzajowych – kategorii ustalonych przez właściciela lub zarządcę w celu analizy tendencji ich kształtowania się. W praktyce jest stosowany ich podział na wydatki stałe oraz zmienne, przyjmując za kryterium rozróżnienia uzależnienie ich wysokości od poziomu wynajęcia nieruchomości i zakresu świadczonych usług¹⁵. Przyjmuje się, iż wydatki stałe, w tym: należny podatek od nieruchomości, opłaty z tytułu użytkowania wieczystego oraz koszty ubezpieczenia budynku i ubezpieczenia od odpowiedzialności cywilnej, są ponoszone niezależnie od stopnia wynajęcia powierzchni oraz skuteczności działań podejmowanych przez zarządzającego nieruchomością, natomiast na wydatki zmienne, może mieć wpływ zarządca, a ich zmiany są zasadniczo skorelowane z poziomem zajęcia powierzchni. Składnikami wydatków operacyjnych są:

- opłaty za zarządzanie nieruchomością,
- media – energia elektryczna, energia ciepła, klimatyzacja, woda i ścieki,
- utrzymanie czystości oraz ochrona – sprzątanie, wywóz śmieci, deratyzacja, dezynsekcja i dezynfekcja, ochrona fizyczna oraz monitoring,
- techniczne utrzymanie budynku – naprawy, konserwacje, bieżące remonty, części zamienne, materiały eksploatacyjne, obsługa urządzeń, nadzór techniczny,
- inne opłaty, w tym: telefony, Internet, ZAIKS/URTIP, marketing, opłaty za zarządzanie parkingiem i utrzymanie terenów wokół budynku.

Z powyższego wyszczególnienia wynika, iż do wydatków operacyjnych nie zalicza się wydatków kapitałowych, przepływów finansowych związanych z obsługą długu hipotecznego, amortyzacji oraz podatku dochodowego. Wśród wyróżnionych – koszty amortyzacji oraz należne odsetki z tytułu wykorzystania kapitału obcego – stanowią koszty uzyskania przychodu, pomniejszające pod-

¹⁵ *Hycena nieruchomości*. Red. E. Kucharska-Stasiak. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 2000, s. 339-345.

stawę opodatkowania. Wydatki kapitałowe tzw. koszty inwestycyjne dotyczą podwyższania pierwotnej wartości nieruchomości¹⁶, podlegają amortyzacji dla celów podatkowych i są związane z podejmowanymi aktywnościami typu: modernizacje, rekonstrukcje, adaptacje, przebudowy oraz rozbudowy. Przedsięwzięcia te służą zwiększaniu sprawności technicznej i wartości majątkowej, w tym: podnoszeniu standardu, zmianom w układach funkcjonalnych i konstrukcyjnych oraz zmianom przeznaczenia obiektów. Odpowiadają na postępujące zużycie techniczne, funkcjonalne, środowiskowe oraz ekonomiczne¹⁷. Wydatki kapitałowe określane również mianem nakładów inwestycyjnych stanowią odrębną pozycję znajdującą ujęcie w finansowej opłacalności inwestycji.

Dochód operacyjny netto jest istotną kategorią ekonomiczną wykorzystywaną w analizie finansowo-ekonomicznej, wyraża bowiem poziom dochodowości nieruchomości, wyznaczając tzw. wartość czynszową nieruchomości, i jest parametrem ujmowanym przy wyliczaniu wskaźników pozwalających na ocenę pozycji ekonomicznej nieruchomości na rynku kapitałowym. W modelu operacyjnego strumienia przepływu gotówki netto z nieruchomości dochód operacyjny netto jest pomniejszany o roczną obsługę długu hipotecznego, która obejmuje okresową spłatę odsetek i kredytu hipotecznego. Po uwzględnieniu należności z tytułu opodatkowania dochodów¹⁸ uzyskiwanych z wynajmu lub dzierżawy nieruchomości jest ustalany przepływ gotówkowy po opodatkowaniu, tzw. efekt gotówkowy netto. Należy podkreślić, iż w teorii i praktyce wyceny nieruchomości, zastosowanie znajduje inne nazewnictwo parametrów stanowiących składowe strumieni pieniężnych, których wyszczególnienie zawiera tabela 2.

¹⁶ Wydatki na bieżące remonty i modernizacje stanowią odrębne kategorie ekonomiczne. Wydatki na bieżące remonty i konserwacje są elementami wydatków operacyjnych, a więc są rozpoznawane dla celów podatkowych jako koszty uzyskania przychodów, wydatki modernizacyjne natomiast zwiększają wartość środka trwałego, którego dotyczą i podlegają amortyzacji dla celów podatkowych. Jako kryterium kwalifikacji wydatków przyjmuje się ich wpływ na wartość użytkową środka trwałego, zakładając, iż wydatki modernizacyjne przyczyniają się do wzrostu wartości użytkowej obiektu w stosunku do stanu pierwotnego z dnia przekazania do użytkowania, natomiast wydatki na remonty – podwyższeniu wartości w stosunku do stanu bezpośredniego sprzed podjęcia tych prac. Za remonty uznaje się prace zmierzające do odtworzenia stanu pierwotnego obiektu niebędące pracami konserwatorskimi. Za: M. Thedy, T. Krasowski, A. Wasiluk: *Opodatkowanie rynku nieruchomości*. C.H. Beck, Warszawa 2007, s. 118.

¹⁷ E. Kucharska-Stasiak: *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 27-29.

¹⁸ Różnica między przychodem z najmu lub dzierżawy a kosztami (wydatki operacyjne + koszty amortyzacji + odsetki od kredytu) stanowi dochód do opodatkowania po stronie wynajmującego. Przepisy podatkowe nie przewidują specyficznych ulg w opodatkowaniu tego typu dochodów, podlegają one standardowemu opodatkowaniu podatkiem dochodowym według 19% stawki. $NP = T(DON - KK - Am)$, gdzie DON – dochód operacyjny netto, KK – suma należnych rocznych odsetek, Am – suma rocznych odpisów amortyzacyjnych.

W ocenie sytuacji ekonomiczno-finansowej nieruchomości, oprócz wskazanych wyżej wskaźników szczegółowych, zastosowanie znajdują zbiorcze wskaźniki operacyjne, których wyniki będą przedstawiały sprawność działań podejmowanych przez zarządzającego nieruchomością.

Tabela 4

Wskaźniki operacyjne w ocenie ekonomicznej nieruchomości

Wskaźniki analizy finansowej	Wskaźniki analizy techniczno-ekonomicznej
Wskaźniki operacyjne – wskaźniki pieniężne: – wskaźnik sprawności operacyjnej brutto – wskaźnik wydatków operacyjnych	Wskaźniki operacyjne – wskaźniki ilościowe: – wskaźniki efektywności zatrudnienia – wskaźniki zużycia mediów

Wśród wskaźników operacyjnych należy rozróżnić wskaźniki, które wyrażane w ujęciu pieniężnym będą stanowiły podstawę oceny zarządzania operacyjnego, oraz wskaźniki ilościowe prezentowane w wymiarze fizycznym, które obrazują poziom zużycia zasobów: ludzkich, materiałowych oraz mediów niezbędnych dla zapewnienia sprawności eksploatacyjnej nieruchomości. Powszechnie zastosowanie w pierwszej grupie znajdują: wskaźnik sprawności operacyjnej brutto oraz wskaźnik wydatków operacyjnych. Ujmują one wielkości potencjalnych i efektywnych wpływów operacyjnych brutto oraz wydatków operacyjnych. Obliczając wskaźnik sprawności operacyjnej brutto, określa się relację efektywnych wpływów operacyjnych brutto w stosunku do potencjalnie możliwych do wygenerowania przez nieruchomość.

$$W_{WOB} = \frac{WOB}{PWOB}$$

W_{WOB} – wskaźnik sprawności operacyjnej brutto,

WOB – wpływy operacyjne brutto,

$PWOB$ – potencjalne wpływy operacyjne brutto.

Poziom wskaźnika bliski lub równy jedności będzie informował o pełnym wykorzystaniu potencjału ekonomicznego nieruchomości przy określonej jej funkcji użytkowej. Wynik wyrażony w liczbie absolutnej lub liczbie względnej, procentowej, będzie wyrażał poziom realizacji efektywnych wpływów w stosunku do potencjalnej ich wielkości i jednocześnie poziom strat w dochodach, których źródłem będą m.in. niewynajęte powierzchnie.

Kolejnym wskaźnikiem wykorzystywanym w analizach jest wskaźnik wydatków operacyjnych, określający relację sumy wydatków operacyjnych w stosunku do wpływów operacyjnych brutto.

$$W_{WOP} = \frac{WOP}{WOB}$$

W_{WOP} – wskaźnik wydatków operacyjnych,

WOP – wydatki operacyjne,

WOB – wpływy operacyjne brutto.

Wskaźnik wydatków operacyjnych informuje, jaką część wpływów operacyjnych brutto stanowią wydatki operacyjne. Oba przedstawione wyżej wskaźniki są stosowane w ocenie efektów zarządzania wartością czynszową nieruchomości – skuteczności w zakresie zarządzania najmem oraz optymalizacji wydatków towarzyszących eksploatacji nieruchomości.

Pozycję ekonomiczną nieruchomości inwestycyjnej na tle rynku kapitałowego obrazują wskaźniki finansowe, określane również mianem rynkowych, pozwalające na śledzenie zmieniających się relacji między strumieniami generowanych dochodów a wartościami nieruchomości. Wskaźniki te są wyrazem rynkowej kapitalizacji dochodów rocznych na wartości kapitałowe, czyli ceny rynkowe akceptowane przez kupujących przyszłe korzyści z nieruchomości w postaci oczekiwanych dodatnich przyszłych przepływów środków pieniężnych oraz wzrostu wartości, który może być realizowany w momencie ewentualnej sprzedaży nieruchomości¹⁹. Do wskaźników tych zaliczamy: stopę kapitalizacji netto, wskaźnik bieżącej rentowności oraz efektywnej rentowności kapitałów łącznych.

$$r_{knetto} = \frac{DON_{it}}{WRN_{it}}$$

r_{knetto} – stopa kapitalizacji netto,

DON_{it} – strumień dochodów na koniec okresu t z eksploatacji nieruchomości i przed opodatkowaniem,

WRN_{it} – wartość rynkowa nieruchomości i na końcu okresu t .

¹⁹ T. Jurkowski, A. Gawlik, W.J. Brzeski: Op. cit., s. 668-672.

$$r_{bi} = \frac{DON_{it}}{WRN_{it-1}}$$

- r_{bi} – bieżąca rentowność nieruchomości i w założonym okresie t (w skali roku),
 DON_{it} – strumień dochodów na koniec okresu t z eksploatacji nieruchomości i przed oprocentowaniem oraz opodatkowaniem,
 WRN_{it-1} – wartość rynkowa nieruchomości i na początku okresu t.

$$r_{ei} = \frac{DON_{it} + (WRN_{it} - WRN_{it-1})}{WRN_{it-1}}$$

- r_{ei} – efektywna rentowność nieruchomości i w założonym okresie t (w skali roku),
 DON_{it} – strumień dochodów na koniec okresu t z eksploatacji nieruchomości i przed oprocentowaniem oraz opodatkowaniem,
 WRN_{it-1} – wartość rynkowa nieruchomości i na początku okresu t,
 WRN_{it} – wartość rynkowa nieruchomości i na końcu okresu t.

Wymienione wskaźniki wyznaczają relację dochodu netto do wartości rynkowej nieruchomości, z zastrzeżeniem, iż pierwszy ujmuje obie kategorie w wartościach wyrażonych na koniec roku, natomiast wskaźniki bieżącej i efektywnej rentowności uwzględniają wartość rynkową nieruchomości odnoszącą się do początku roku, przyjmując założenie, że dochód netto jest wyrazem zwrotu na kapitałach zaangażowanych na początku okresu objętego analizą.

Składową analizy ekonomicznej jest analiza techniczno-ekonomiczna nieruchomości, która jako uzupełnienie analizy finansowej stanowi ważne narzędzie w ocenie efektywności zarządzania operacyjnego. W analizie zastosowanie znajdują wskaźniki, które wyrażane w ujęciu ilościowym (fizycznym) lub pieniężnym, określają stopień zużycia mediów lub innego różnego rodzaju zasobów zapewniających sprawność eksploatacyjną nieruchomości w stosunku do wynajmowanej lub użytkowej powierzchni nieruchomości²⁰.

²⁰ Wskaźniki analizy techniczno-ekonomicznej to wskaźniki efektywności zatrudnienia i wskaźniki zużycia zasobów. Zob. m.in.: T. Jurkowski, A. Gawlik, W.J. Brzeski: *Op. cit.*, s. 665-668; A. Śliwiński, B. Śliwiński: *Facility management*. C.H. Beck, Warszawa 2006, s. 231-233; A. Nalepka, K. Łach: *Op. cit.*, s. 26-27

4. Analiza inwestycyjna nieruchomości generujących dochody

Wskaźniki tzw. syntetyczne są narzędziem analizy inwestycyjnej nieruchomości. Mierniki, takie jak wartość inwestycyjna kapitału (E), wartość bieżąca netto (NPV), wewnętrzna stopa zwrotu (IRR) czy zmodyfikowana wewnętrzna stopa zwrotu (MIRR), służą ocenie finansowej efektywności inwestowania w nieruchomości²¹, stanowiąc kryteria stosowane w ocenie wariantów rozwoju nieruchomości i wyborze rekomendowanego kierunku, którego realizacja ma przyczynić się do spełnienia oczekiwań właściciela nieruchomości. Wykorzystanie wskaźników syntetycznych warunkowane jest przyjęciem parametrów ekonomicznych ujmowanych przy ustalaniu inwestycyjnej wartości kapitału.

$$E = \sum \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{ZK_n}{(1+r)^n}$$

E – inwestycyjna wartość kapitału,

CF – przepływ środków pieniężnych netto,

ZK – zwrot kapitału, który oznacza przepływ pieniężny po opodatkowaniu, realizowany w momencie sprzedaży nieruchomości, tzw. wartość likwidacyjna inwestycji,

r – wymagana przez inwestora stopa zwrotu,

n – liczba lat utrzymywania nieruchomości w portfelu inwestycji.

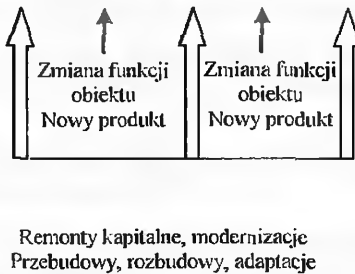
Specyfika nieruchomości jako dobra inwestycyjnego decyduje o różnicowanym charakterze realizowanych inwestycji, podejmowanych w różnych fazach cyklu życia nieruchomości. Cyklu życia nieruchomości jako obiektu budowlanego nie należy utożsamiać z cyklem życia nieruchomości jako produktu, podejmowane decyzje o zmianie funkcji użytkowych nieruchomości i ich urzeczywistnianie wyznaczają bowiem kolejne cykle życia produktu. Cykle życia produktu nakładają się więc na cykl życia nieruchomości jako inwestycji²².

²¹ Zob. m.in.: E. Kucharska-Stasiak: Op. cit., s. 157, K. Marcinek: *Finansowa ocena inwestowania w nieruchomości komercyjne*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2009, s. 87-129.

²² E. Stachura: Op. cit., s. 55-70.

Tabela 5

Cykl życia nieruchomości jako inwestycji

Cykl życia nieruchomości jako obiektu budowlanego Cykl życia nieruchomości jako inwestycji					
FPI	FI	Faza operacyjna – eksploatacja			FL
ANALIZY I STUDIA PROJEKTOWE	ZAKUP/ /BUDOWA	Cykle życia nieruchomości jako produktu			LIKWIDACJA WYBURZENIE/ /SPRZEDAŻ
		Funkcja użytkowa A	Funkcja użytkowa B	Funkcja użytkowa C	
					
NAKŁADY INWESTYCYJNE POCZĄTKOWE	NAKŁADY INWESTYCYJNE POCZĄTKOWE	WYDATKI KAPITAŁOWE			NAKŁADY NA ROZBIÓRKĘ
INWESTYCJE NOWE	INWESTYCJE NOWE	INWESTYCJE ROZWOJOWE			INWESTYCJE ZAMYKAJĄCE

Rozróżnienie kolejnych faz cyklu życia nieruchomości w analizie inwestycyjnej pozwala na właściwe ujęcie w czasie rozpatrywanych zmiennych. Uwzględnianymi parametrami są:

- początkowe nakłady inwestycyjne [FPI + FI],
- operacyjne strumienie przepływów gotówki netto [FO],
- wartość likwidacyjna inwestycji [FL].

Ustalenie powyższych parametrów wymaga jednoznacznego określenia granic wyznaczających czas trwania kolejnych faz „życia” inwestycji, w szczególności momentu zakończenia fazy inwestycyjnej oraz początku i końca fazy operacyjnej. Przyjmując założenie, iż inwestycja będzie związana z nabyciem lub wytworzeniem, początek fazy operacyjnej przy zakupie istniejącego obiektu będzie wyznaczał moment przejęcia nieruchomości do użytkowania przez

nabywcę, precyzując będzie więc to moment przejścia tytułu własności. W przypadku, gdy będzie realizowany proces budowlany, w efekcie którego powstanie nowy zasób nieruchomości, zakończenie tego procesu – ukończenie budowy i uzyskanie pozwolenia na użytkowanie budynku wydane przez Inspektora Nadzoru Budowlanego – będzie wyznaczało rozpoczęcie kolejnej fazy rozwoju przedsięwzięcia inwestycyjnego. Czas trwania fazy operacyjnej będzie wynikał z przyjętej strategii inwestora co do czasu zaangażowania kapitału. Utrzymywanie nieruchomości w „portfelu inwestycji” i jej eksploatacja przy zapewnieniu sprawnego zarządzania pozwalała będzie na realizację oczekiwanych periodycznych wpływów, których rzeczywistym wyrazem będą efekty gotówkowe netto, które prognozowane w przewidywanym okresie utrzymywania inwestycji, znajdują ujęcie w inwestycyjnej ocenie nieruchomości. Zakończenie fazy operacyjnej jest równoznaczne w wyjściem z inwestycji – sprzedażą lub likwidacją, wyburzeniem i przeznaczaniem terenu pod nową zabudowę.

4.1. Ujęcie inwestycyjnych nakładów początkowych

Wartość początkowych nakładów inwestycyjnych wyznacza:

- cena nabycia, przy zakupie istniejącego obiektu lub
- koszt wytworzenia wraz z ewentualną ceną nabycia gruntu, przy realizacji procesu budowlanego²³.

Cenę nabycia stanowi kwota należna zbywcy powiększona o koszty towarzyszące zawarciu transakcji, jak również koszty adaptacji naliczone do dnia przekazania obiektu do użytkowania. Wartość początkowych nakładów inwestycyjnych będzie więc stanowiła skapitalizowana suma wydatków, których katalog w związku z obowiązującymi przepisami, nie jest zamknięty, a ich wyszczególnienie prezentuje poniższa tabela.

²³ Zgodnie z MSR 40 początkowe ujęcie inwestycji powinno następować według ceny nabycia lub kosztu wytworzenia z uwzględnieniem kosztów przeprowadzenia transakcji.

Tabela 6

Nakłady inwestycyjne – procedura kalkulacji

FAZA INWESTYCYJNA	
Inwestycja – nabycie istniejącego obiektu Nakład początkowy	Inwestycja – wytworzenie nowego zasobu Nakład początkowy
cena nabycia (=)	cena nabycia gruntu (+)
kwota należna zbywcy (+)	koszt wytworzenia
koszty zakupu [opłata notarialna, podatek od czynności cywilno-prawnych, prowizja pośrednika, koszty adaptacji naliczone do dnia przekazania nieruchomości do eksploatacji]	koszt wytworzenia (=)
koszty finansowania zakupu z wykorzystaniem źródeł obcych [prowizje i odsetki należne kapitałodawcy poniesione do momentu przekazania nierucho- mości do eksploatacji]	wartość w cenie nabycia zużytych rzeczowych składników majątku (+)
Inne koszty związane z nabywanym obiektem, w tym: sporządzenia wyceny, koszty analiz oraz ekspertyz geologiczno-technicznych, prawno-podatkowych	wartość w cenie nabycia wykorzystanych usług obcych (+)
	koszty wynagrodzeń za pracę

W przypadku, gdy inwestycja będzie obejmowała proces budowy, wartość początkowych nakładów inwestycyjnych będzie ustalana na podstawie kosztu wytworzenia nowego zasobu, ujmując wartości w cenie nabycia – zużytych do wytworzenia środków trwałych – rzeczowych składników majątku, wykorzystanych usług obcych oraz koszty wynagrodzeń za pracę. Przyjmuje się, iż nakłady związane z nabyciem, ponoszone jednorazowo, określa się mianem tzw. inicjujących. Wskazanie to ma konsekwencje dla analizy inwestycyjnej nieruchomości, skapitalizowana ich wartość nie podlega bowiem dyskontowaniu przy stosowaniu podejść dynamicznych w ocenie. Nakłady na budowę ponoszone w okresie przekraczającym jeden rok podlegają dyskontowaniu. Należy również podkreślić, iż w analizie inwestycyjnej jest ujmowany nakład, który nie uwzględnia wartości kredytu, gdyż w kalkulacji operacyjnych strumieni gotówki netto zostaje uwzględniona roczna obsługa długu, natomiast

pozostające na moment likwidacji inwestycji zobowiązanie hipoteczne, jako strumień ujemny zostaje uwzględnione przy wyliczeniu wartości likwidacyjnej. Przyjęcie w wartości początkowego nakładu inwestycyjnego sumy zainwestowanych kapitałów własnych i obcych oznaczałoby podwójne ujęcie tych samych kategorii w rachunku. Suma spłaconego kapitału z tytułu zaciągniętego kredytu w fazie operacyjnej wraz z saldem kredytu pozostającego do spłaty na moment sprzedaży w fazie likwidacyjnej wyraża wartość zainwestowanych kapitałów obcych w inwestycje, których całkowita spłata następuje w momencie sprzedaży, a w analizie inwestycyjnej strumienie te są ujmowane w rzeczywistym czasie ich realizacji.

Tabela 7

Nakłady inwestycyjne – kalkulacja i ujęcie nakładu początkowego
w finansowej ocenie inwestycji w nieruchomości

FAZA INWESTYCYJNA	
Inwestycja – nabycie istniejącego obiektu Nakład początkowy ujmowany w analizie inwestycyjnej	Inwestycja – wytworzenie nowego zasobu Nakład początkowy ujmowany w analizie inwestycyjnej
cena nabycia (–)	koszt wytworzenia (–)
wartość kredytu (=)	wartość kredytu (=)
nakład inicjujący ujmowany w analizie	nakład inwestycyjny ujmowany w analizie

4.2. Wydatki kapitałowe w fazie operacyjnej

Wydatki na nabycie, jak również wytworzenie nowego zasobu, wyrażają kategorię początkowych nakładów inwestycyjnych, które nie mogą stanowić kosztu podatkowego w momencie nabycia. Dla celów podatkowych są one rozpoznawane przez odpisy amortyzacyjne dokonywane w fazie eksploatacji. Podstawą dokonywania odpisów amortyzacyjnych od środków trwałych – nieruchomości operacyjnych, jak również nieruchomości inwestycyjnych ujmowanych w ewidencji jako inwestycje długoterminowe, jest ich wartość początkowa. Obowiązująca ustawa o rachunkowości przewiduje wspólne dla nieruchomości inwestycyjnych oraz środków trwałych zasady ustalania war-

tości początkowej oraz dokonywania odpisów amortyzacyjnych. Wartość początkową stanowi w przypadku zakupu – cena nabycia, w razie wytworzenia – koszt wytworzenia²⁴.

Amortyzacji podlegają budynki i budowle. Wydatki na ich nabycie będą rozpoznawane dla celów podatkowych poprzez odpisy amortyzacyjne. Wyjątek stanowią grunty, dla których stosuje się zasady ustalania wartości początkowej środków trwałych, nie podlegają jednak amortyzacji, wydatki na ich nabycie będą kosztem podatkowym w momencie ich zbycia, co zostaje odzwierciedlone w analizie inwestycyjnej dla fazy likwidacji przy ustalaniu podstawy do opodatkowania dochodów na sprzedaży. W kalkulacji wartości początkowej konieczne więc staje się rozdzielenie w cenie nabycia nieruchomości wartości budynku i wartości terenu oraz we właściwych proporcjach kosztów zakupu, tak aby w planie amortyzacji została przyjęta prawidłowa wartość podlegająca amortyzacji.

W fazie operacyjnej, jak wcześniej wspomniano, mogą być podejmowane inwestycje, które będą pociągały wydatki kapitałowe, przyczyniające się do zwiększenia pierwotnej wartości użytkowej nieruchomości i znajdując odzwierciedlenie w strumieniu gotówkowym netto, co obrazuje model przepływu środków pieniężnych przedstawiony w tabeli 2.

4.3. Strumień wpływów ze sprzedaży nieruchomości

Strumień przepływu środków pieniężnych jako efekt sprzedaży nieruchomości jest różnicą pomiędzy możliwą do uzyskania na dzień transakcji ceną pomniejszoną o koszty przystosowania nieruchomości do sprzedaży, spłatą obciążenia hipotecznego oraz zobowiązań z tytułu opodatkowania dochodu ze sprzedaży:

$$ZK_n = CSPP_n - KS_n - KH_n - NPS_n$$

²⁴ Wartość początkową środków trwałych stanowi wartość rynkowa w sytuacji, gdy nabycie nastąpiło w transakcjach nierynkowych, np. spadki, darowizny. Wartość godziwą przyjmuje się do wyceny środków trwałych wnoszonych w postaci aportów.

- ZK – wpływy kasowe ze sprzedaży po opodatkowaniu,
 CSPP – szacowana cena sprzedaży przed opodatkowaniem.
 KS – koszt sprzedaży (reklama, prowizja pośrednika),
 KH – spłata obciążenia hipotecznego na koniec okresu,
 NPS – należności podatkowe płacone od kwoty sprzedaży.

Wynik na sprzedaży nieruchomości inwestycyjnej ustalany dla celów podatkowych jest określany według zasad obowiązujących dla środków trwałych – wykazuje się różnicę pomiędzy ceną sprzedaży a wartością inwestycji ustaloną w momencie jej początkowego ujęcia.

Tabela 8

Opodatkowanie dochodów z nieruchomości

Faza eksploatacji – użytkowanie	Faza likwidacji inwestycji – sprzedaż
zobowiązanie podatkowe w okresie eksploatacji	zobowiązania podatkowe na moment sprzedaży nieruchomości
$NP_t = T(DON_t - Am_t - KK_t)$	$NPS_n = T(CSPP_n - KS_n - \text{nieumorzona wartość inwestycji})$

Wartość inwestycji w nieruchomości generującej dochód jest funkcją przepływów środków pieniężnych realizowanych do momentu sprzedaży. W ujęciu modelowym efekt gotówkowy netto dla okresu użytkowania i fazy likwidacji inwestycji prezentuje tabela 9.

Tabela 9

Model przepływu środków pieniężnych jako efekt inwestycji w nieruchomość

FAZA OPERACYJNA EKSPLOATACJA Efekt gotówkowy netto	FAZA LIKWIDACJI SPRZEDAŻ Efekt gotówkowy netto
<p>Profil CF_t</p> <p>potencjalne wpływy czynszowe (-)</p> <p>straty z pustostanów i zaległości czynszowe (=)</p> <p>efektywny wpływ czynszowy (+)</p> <p>przychody pozaczynszowe (=)</p> <p>wpływy operacyjne brutto WOB (-)</p> <p>wydatki operacyjne (=)</p> <p>dochód operacyjny netto (-)</p> <p>obsługa zadłużenia (=)</p> <p>przepływ pieniężny przed opodatkowaniem (-)</p> <p>zobowiązanie podatkowe (=)</p> <p>przepływ gotówkowy po opodatkowaniu/przepływ gotówkowy netto</p>	<p>Profil ZK_n</p> <p>cena sprzedaży brutto (-)</p> <p>koszty sprzedaży (=)</p> <p>cena sprzedaży netto (-)</p> <p>obciążenie hipoteczne (=)</p> <p>przepływ pieniężny przed opodatkowaniem (-)</p> <p>zobowiązanie podatkowe (=)</p> <p>przepływ gotówkowy po opodatkowaniu/przepływ gotówkowy netto po opodatkowaniu dochodu ze sprzedaży nieruchomości</p>
<p>1. CF_1</p> <p>2. CF_2</p> <p>3. ↓</p> <p>n CF_n</p> <p>+</p> <p>ZK_n</p> <p>[ZK_n lub RV – wartość rezydualna nieruchomości]</p>	

Źródło: Na podstawie: D. Achour, B. Coloos: *L'investissement immobilier. Analyse de rentabilité, financement, evaluation*. Le Moniteur, Paris 1993.

Suma zdyskontowanych strumieni gotówki netto wyznacza wartość inwestycyjną kapitału. Parametr ten jest składową formuł stosowanych w ocenie finansowej efektywności inwestowania w nieruchomości. Model przepływu środków pieniężnych z inwestycji w nieruchomość przedstawia tabela 10.

Tabela 10

Model przepływu środków pieniężnych z inwestycji w nieruchomość

	CF_t	$(1+r)^{-t}$	$DCF_t = CF_t \times (1+r)^{-t}$
Faza inwestycyjna	0. nakład inicjujący [I_0] cena nabycia – kredyt	1	I_0
Faza operacyjna	1. CF_1 2. CF_2 3. ↓ n CF_n	$(1+r)^{-1}$ $(1+r)^{-2}$ ↓ $(1+r)^{-n}$	DCF_1 DCF_2 ↓ DCF_n
Faza likwidacji	n ZK_n lub n+1 ZK_{n+1} lub RV	$(1+r)^{-n}$ $(1+r)^{-(n+1)}$	DZK_n DZK_{n+1}

	Faza inwestycyjna	Faza operacyjna			Faza likwidacji
Lata	0	1	...	n	n+1
I/CF	I_0	CF_1	...	CF_n	ZK_{n+1}
Współczynnik dyskontujący	1	$(1+r)^{-1}$...	$(1+r)^{-n}$	$(1+r)^{-(n+1)}$
DCF	I_0	DCF_1	...	DCF_n	DZK_{n+1}
PVCF (=) ΣDCF	I_0 DCF_1 ↓ DCF_n DZK_{n+1}	←	←	←	

Analiza inwestycyjna nieruchomości uwzględnia szereg uwarunkowań wpływających na poziom korzyści osiąganych przez inwestora. Uwzględniając dążenia inwestorów do maksymalizacji zwrotu z inwestowanego kapitału, analiza inwestycyjna powinna obejmować koncepcję analizy optymalnego sposobu użytkowania, w tym: prawnej dopuszczalności, fizycznej możliwości, finansowej opłacalności oraz maksymalnej produktywności, których wyniki pozwalają na rekomendowanie najbardziej uzasadnionego ekonomicznie kierunku ewentualnej inwestycji.

Podsumowanie

Analiza ekonomiczna może być przydatnym narzędziem wykorzystywanym przez właściciela-inwestora podejmującego strategiczne decyzje gospodarcze. Wybór optymalnej funkcji użytkowej nieruchomości, przy uwzględnieniu uwarunkowań fizycznych, prawnych oraz społeczno-ekonomicznych oraz zapewnieniu efektywnego zarządzania, będzie pozwalał na realizację celów wpływających na kształtowanie wartości kapitałowej (wartości rynkowej) nieruchomości dochodowych. Ocena potencjału ekonomicznego nieruchomości z uwzględnieniem czynników kształtujących wartość może pozwolić na waloryzację możliwości gospodarczego jej wykorzystania.

Diagnoza sytuacji ekonomiczno-finansowej i określanie możliwych wariantów rozwoju nieruchomości stanowią podstawę podejmowanych decyzji dotyczących przyszłych okresów. Będą one dokonywane przy wykorzystaniu powszechnie znanych metod analizy ekonomicznej. Uwzględniając fakt, iż cechą charakterystyczną analizy jest bezpośrednie jej wykorzystanie w procesie zarządzania, analiza ekonomiczna staje się przydatnym narzędziem w procesie zarządzania wartością nieruchomości inwestycyjnych.

THE CONCEPT OF THE ECONOMIC ANALYSIS OF INVESTMENT ESTATE

Summary

The article presents the aims and area of the use of well-known methods of economic analysis and especially financial analysis for the assessment of economic potential of investment estate. It is to be indicated that the economic analysis may become a useful tool for the investor-owner who makes strategic economy decisions that influence the shape of capital value (market value) of profitable estate.

Michał Wilczek

KSIĘGA WIECZYSTA I KATASTER NIERUCHOMOŚCI JAKO ŹRÓDŁA INFORMACJI O NIERUCHOMOŚCIACH W WYBRANYCH KRAJACH EUROPEJSKICH

Wstęp

Informacja to znaczenie (treść), jakie przy zastosowaniu odpowiednich konwencji przyporządkowuje się danym¹. Dane to źródłowy zbiór faktów, koncepcji bądź instrukcji, podany w sformalizowany sposób, dogodny do przekazywania lub przetwarzania przez człowieka czy narzędzie². Informacja stanowi podstawę każdego procesu decyzyjnego. Rynek nieruchomości jest miejscem, gdzie informacja ma szczególne znaczenie. Decyzje podejmowane na tym rynku mają na ogół charakter długookresowy i są związane z dużym zaangażowaniem kapitałowym, często wspartym kredytem bankowym. Dlatego informacja wykorzystywana przy podejmowaniu decyzji nieruchomościowych powinna być dokładna, precyzyjna, aktualna, wiarygodna, kompletna i dostępna. Proces pozyskiwania informacji związanych z nieruchomościami nie jest zadaniem łatwym. Wiele podmiotów działających na rynku nieruchomości ma do nich ograniczony dostęp. Dotyczy to zarówno podmiotów, które działają na rynku sporadycznie, np. osoby fizyczne, jak i uczestników działających na nim zawodowo.

Charakterystyczne dla nieruchomości jest rozproszenie informacji o nich w różnych miejscach. Na przestrzeni lat kształtowały się różne rozwiązania w tym zakresie. Dziś można mówić o systemach złożonych z kilku lub kilkunastu elementów zbierania, przechowywania i udostępniania informacji o nie-

¹ *Informatyka w zarządzaniu*. Red. T. Wierzbicki. PWN, Warszawa 1986, s. 47.

² S. Forlicz: *Informacja w biznesie*. PWE, Warszawa 2008, s. 13.

ruchoomościach. W poszczególnych państwach kształtowanie się tych systemów informacyjnych przebiegało odmiennie, istnieją więc różne rozwiązania, odpowiadające potrzebom, dla których zostały stworzone. W wielu krajach występują pewne typowe rejestry nieruchomości, które jednak, mimo zewnętrznych podobieństw, mogą istotnie się różnić między sobą rodzajem i charakterem informacji będących w ich dyspozycji. Do typowych źródeł informacji o nieruchomościach zalicza się przede wszystkim księgi wieczyste i katastry nieruchomości, a także plany zagospodarowania przestrzennego, mapy zasadnicze, geodezyjne ewidencje sieci uzbrojenia terenu, rejestry cen i wartości.

Z różnych rejestrów składających się na systemy informacji o nieruchomościach przedstawione zostaną dwa, księga wieczysta i kataster nieruchomości. Celem pracy jest porównanie funkcjonowania tych źródeł w wybranych państwach europejskich: Austrii, Czechach, Danii, Francji, Hiszpanii, Holandii i Niemczech.

1. Księga wieczysta

Księga wieczysta jest rejestrem zawierającym informacje o stanie prawnym nieruchomości. Umożliwia określenie, komu i jakie prawa przysługują do określonej nieruchomości. Konstrukcja księgi wieczystej, sposób rejestracji danych, dostęp do nich, organizacja i umiejscowienie systemu wieczysto-księgowego w przestrzeni prawnej i gospodarczej są różne w poszczególnych państwach.

W Austrii istnieje wysoko rozwinięty system ewidencji gruntów. Księgi wieczyste (*Grundbuch*) są prowadzone przez Sądy Rejonowe (*Bezirksgerichte*) w postaci elektronicznej bazy danych. Księga wieczysta dostarcza informacji na temat:

- prawa własności (*Eigentum*),
- hipoteki (*Hypotheken*),
- służebności (*Dienstbarkeiten*),
- innych świadczeń związanych z gruntem i dotyczących prawa wzniesienia budynku³.

Księga wieczysta jest dokumentem publicznym, do którego każdy ma prawo wglądu.

³ <http://www.wien.trade.gov.pl>.

W Czechach zadania księgi wieczystej pełni rejestr katastralny nieruchomości.

W Danii prawa do nieruchomości są rejestrowane w księgach wieczystych. Każda nieruchomość ma obligatoryjnie prowadzoną księgę wieczystą. Własność, jak również ograniczenia w prawie własności oraz obciążenia hipoteczne, muszą zostać wpisane do niej, aby miały moc prawną wobec osób trzecich. Zawartość ksiąg wieczystych gwarantuje państwo (rękojmią wiary publicznej ksiąg wieczystych). Księgi wieczyste są prowadzone przez sądy lokalne (w liczbie 100). System wieczystoksięgowy jest w pełni skomputeryzowany od 2000 r., dane w nim zawarte są ogólnie dostępne.

We Francji nie przyjęto rozwiązania austriackiego polegającego na wyodrębnieniu księgi gruntowej prowadzonej przez sąd i służącej w pierwszej kolejności ujawnianiu prawa własności oraz ograniczonych praw rzeczowych (funkcja informacyjna, ostrzegawcza i prawotwórcza). Rejestr gruntów pełni we Francji rolę katastru.

„W Hiszpanii Księga Wieczysta (*Libro hipotecario*) jest instytucją prawną, przez którą realizuje się jawność posiadania (własności i praw rzeczowych) nad nieruchomościami”⁴. Księga wieczysta składa się z trzech części. Każda strona posiada trzy kolumny. Do pierwszej kolumny są wpisywane informacje dotyczące opisu nieruchomości i podstawy prawnej samego wpisu, w drugiej znajdują się dane związane z losem prawnym nieruchomości, a w trzeciej tzw. adnotacje na marginesie, które mogą dotyczyć np. należności podatkowych lub przejęcia hipoteki (sama hipoteka jest przedmiotem wpisu w kolumnie drugiej). Rejestracją zajmują się Biura Rejestracyjne. Są one organem administracyjnym, zależnym od państwa, kierowanym przez wyspecjalizowanych urzędników, tzw. rejestratorów, którzy weryfikują legalność posiadacza, który zamierza dokonać wpisu. Biura Rejestracyjne mają swe siedziby w różnych okręgach (nie zawsze pokrywające się z granicami prowincji). Wpis pociąga za sobą konsekwencje prawne, zwłaszcza dotyczące ochrony osób trzecich. Podstawową jednostką rejestracyjną jest działka (*finca*), do której odnoszą się prawa rzeczowe⁵.

W Holandii funkcje księgi wieczystej pełni kataster nieruchomości.

W Niemczech funkcjonują księgi wieczyste (*Grundbuch*), prowadzone przez urzędy ksiąg wieczystych, będące wydziałami najniższych sądów terytorialnych. Każda nieruchomość ma miejsce w księdze obejmującej określony

⁴ Ibid.; <http://www.madrid.trade.gov.pl>.

⁵ <http://www.madrid.trade.gov.pl>.

obszar. W Niemczech państwo jest gwarantem prawidłowości wpisów dokonywanych w księdze wieczystej. Księga składa się z trzech działów, w których określa się właścicieli i tytuły nabycia, obciążenia i ograniczenia w rozporządzaniu nieruchomością oraz hipoteki, długi gruntowe i rentowe⁶. Księgi wieczyste w Niemczech są bardzo ściśle powiązane z katastrem nieruchomości. Każda karta księgi wieczystej składa się m.in. z wykazu stanu katastralnego.

Tabela 1

Księgi wieczyste w wybranych państwach

Państwo	Treść księgi wieczystej				Publiczny charakter	Wersja elektroniczna	Podmiot prowadzący księgi
	opis nieruchomości	prawo własności	hipoteka	służebność			
Austria	+	+	+	+	+	+	sądy rejonowe
Czechy	Funkcje księgi wieczystej pełni rejestr katastralny nieruchomości						
Dania	+	+	+	+	+	+	sądy lokalne
Francja	Rejestr gruntów (księga gruntowa) jest katastrem. Jedynie w trzech departamentach (Bas-Rhin, Haut-Rhin i Moselle) rejestr nieruchomości następuje przez księgę wieczystą (<i>livre foncier</i>)						
Hiszpania	+	+	+	+	+		biuro rejestracyjne
Holandia	Funkcje księgi wieczystej pełni kataster nieruchomości						
Niemcy	+	+	+	+	+	+	urzędy ksiąg wieczystych – wydziały sądów terenowych

2. Kataster nieruchomości

Kataster jest znormalizowaną bazą działek i stale uaktualnianym systemem informacji o terenie. Zawiera informacje o przedmiotach katastralnych (grunty, budynki) i podmiotach katastralnych (właściciele). Pełni funkcje prawną lub fiskalną. Ta pierwsza polega na ewidencjonowaniu danych odzwierciedlających stan prawny nieruchomości, a druga wiąże kataster z systemem

⁶ *Zachodnie rynki nieruchomości*. Red. E. Kucharska-Stasiak. Twigger, Warszawa 2004, s. 199.

podatkowym. Dane w nim zawarte służą do wymierzania podatków obciążających nieruchomość. Podstawy nowoczesnego katastru kształtowały się w XIX w. Pierwsze rejestry nieruchomości powstały we Francji (1850 r.) i w Austro-Węgrzech (1881 r.)⁷. Obecnie w Unii Europejskiej brakuje rozwiązań ujednolicających funkcjonowanie katastrów nieruchomości w krajach członkowskich. Istnieją istotne różnice między nimi.

W Austrii kataster jest prowadzony przez Federalny Urząd Miar i Pomiarów – BEV – (*Bundesamt für Eich und Vermessungswesen*)⁸. Jest to urząd podlegający Federalnemu Ministerstwu Gospodarki. W strukturze organizacyjnej tego urzędu wyróżnia się centralę, z siedzibą w Wiedniu oraz 8 ośrodków regionalnych. BEV podlega 41 urzędów pomiarowych i 9 urzędów miar w zakresie katastru podatkowego. Głównym zadaniem BEV jest sporządzanie urzędowego spisu oraz opisu gruntów i budynków, zawierającego dane o powierzchni gruntu, urodzajności gleby i jej dochodowości. Opis ten stanowi podstawę do sporządzania planów, zakładania ksiąg gruntowych oraz wymiaru podatków. BEV prowadzi również kataster energetyczny, wodny i sieci dróg. Kataster nieruchomości funkcjonuje dla realizacji następujących celów:

- definiowania i ochrony granic własności,
- wyznaczenia współrzędnych wszystkich mierzonych punktów,
- zestawiania informacji o gruncie, sposobie jego użytkowania, ochronie,
- finansowania odtwarzania i rozbudowy katastru (opłaty).

Zakres danych, które rejestruje kataster w Austrii, jest następujący:

- prawa własności oraz współwłasności gruntów i budynków,
- prawa własności oraz współwłasności mieszkań,
- prawa własności budynków bez gruntów,
- ograniczenia,
- przywileje pierwokupu,
- obciążenia i hipoteki.

Systemem rejestracyjnym w Czechach jest kataster nieruchomości (*katastr nemovitostí*). Kataster nieruchomości jest dostępny on-line. Rejestr ten określa właściciela nieruchomości, a także wskazuje wymiary i lokalizację nieruchomości oraz obciążenia hipoteczne. Wszystkie prawa „przeciw rzeczy” stają się skuteczne dopiero po rejestracji w katastrze nieruchomości.

⁷ A. Bień, G. Nowecki: *Kataster i podatek od nieruchomości*. „Monitor Podatkowy” 1995, nr 2.

⁸ W. Hawerk: *Grundbuch and Cadastral Systems in Germany, Austria and Switzerland* FIG, Delft 1995

Kataster nieruchomości w Danii funkcjonuje dla potrzeb prawnych, fiskalnych i wyceny nieruchomości. Jego rolą jest także usprawnienie funkcjonowania rynku nieruchomości i administrowania nieruchomościami. Stanowi znormalizowaną bazę działek i stale uaktualniany system informacji o terenie, zawiera także wartości nieruchomości. Integralną częścią systemu katastralnego są mapy katastralne, które w sposób graficzny prezentują działki gruntu i ich granice. Kataster nieruchomości w Danii obejmuje łącznie ok. 2,5 mln działek, stanowiących ok. 1,5 mln nieruchomości.

We Francji informację prawną połączono z funkcją ewidencyjną i fiskalną. Francuski rejestr gruntów jest przede wszystkim katastem⁹. Skutkiem tego podejścia jest usytuowanie służb katastralnych w administracji fiskalnej. Zakładanie, prowadzenie i uaktualnianie katastru należy do kompetencji podstawowego szczebla aparatu fiskalnego, tj. Urzędów Katastralnych (*Centres des Impots Foncieres*)¹⁰. We Francji działa ponad 300 takich urzędów. Celem francuskiego katastru jest:

- dokonanie spisu wszystkich nieruchomości na obszarze kraju,
- dokonanie spisu właścicieli i innych osób nimi władających,
- ustanowienie odpowiednich jednostek katastralnych wraz z ich opisem i dokonaną wyceną dla celów podatkowych.

Funkcje francuskiego katastru są następujące:

- techniczna, polegająca na opracowywaniu planów katastralnych, prowadzeniu planów katastralnych oraz koordynacji pomiarów (danych) sporządzanych w dużych skalach,
- fiskalna, polegająca na określeniu przedmiotu, podmiotu oraz podstawy opodatkowania,
- prawna, związana z identyfikacją i opisem nieruchomości,
- dokumentacyjna, polegająca na gromadzeniu dokumentacji, która stanowi źródło informacji fiskalnej, prawnej i ekonomicznej¹¹.

Hiszpański kataster (*cadaster*) jest administracyjnym rejestrem utworzonym jako bank danych dla celów fiskalnych, do których dostęp mają zarówno organy administracji publicznej, jak i obywatele. Jako inwentarz nieruchomości zawiera informacje fizyczne (powierzchnia, lokalizacja, użyteczność – wy-

⁹ T. Stawicki: *Rejestry nieruchomości, księgi hipoteczne i księgi wieczyste od czasów najdawniejszych do XXI wieku*, „Studia Iuridica” 2002, t. XL, s. 194.

¹⁰ *Europejskie systemy opodatkowania nieruchomości*. Red. L. Etel. BSiE, Warszawa 2003, s. 25.

¹¹ *Presentation generale du cadastre et sa documentation* Direction Generale des Impots, Paris 1993.

korzystanie, kształt, granice, przedstawienie kartograficzne, uprawy i lasy, rodzaj i jakość konstrukcji – w przypadku budynków, informacje prawne – identyfikacja akcjonariuszy lub właścicieli: imię i nazwisko, krajowy numer identyfikacyjny, adres itp., i gospodarze – wartość ewidencyjna gruntów i budynków, kryteria wyceny). Kataster zawiera szczegółowe informacje o ponad 32 milionach nieruchomości miejskich, ponad 40 milionach nieruchomości wiejskich i ponad 27 milionach właścicieli katastralnych¹².

Kataster holenderski (*kadaster*) powstał w 1832 r., pierwotnie był ściśle powiązany z problematyką fiskalną. Rozwój i wzrost zasobu informacji na przestrzeni lat pozwolił na jego przekształcenie w wielofunkcyjny system informacji o nieruchomościach. Przez długi czas urząd katastralny miał charakter zależny, podlegał jednemu z departamentów Ministerstwa Budownictwa, Planowania Przestrzennego i Środowiska. W połowie lat 90. XX w. Dutch Kadaster stał się agencją niezależną. Kataster w Holandii spełnia następujące zadania:

- przechowywanie wykazu działek,
- przechowywanie i aktualizowanie wpisów do rejestru,
- przechowywanie i aktualizowanie map katastralnych,
- utrzymywanie sieci triangulacyjnych,
- przechowywanie i aktualizowanie rejestru „ruchomości” (statków i samolotów),
- udostępnianie przechowywanych informacji.

W katastrze wyodrębniono dwie części tzw. graficzną i opisową. Część opisowa katastru zwana jest w skrócie AKR (*Automation of the Cadastral Registration*). Została zautomatyzowana na początku lat 80. XX w. Część kartograficzna katastru w skrócie jest zwana LKI (*Landmeetkundig en Kartografisch Informatiesysteem*), czyli tzw. Geodezyjny i Kartograficzny System Informatyczny. Dokonano w nim numeryzacji treści map katastralnych. Zautomatyzowany rejestr katastralny zawiera następujące dane, dotyczące każdej działki znajdującej się w bazie danych katastru holenderskiego:

- identyfikator działki (numer działki),
- adres działki wraz z kodem pocztowym,
- współrzędne punktu zaczepienia numeru działki,
- sposób użytkowania,

¹² <http://www.catastro.meh.es>.

- dane personalne właściciela,
- prawa rzeczowe dotyczące nieruchomości,
- datę uzyskania i przeniesienia prawa własności do działki,
- ograniczenia własności i obciążenia hipoteczne.
- cenę nabycia działki,
- identyfikator gminy i zarządu wodnego.

W Niemczech rozwój katastru jest związany z ustawodawstwem podatkowym dotyczącym nieruchomości, choć jest obecnie on katastrem wielofunkcyjnym. Ze względu na federacyjny charakter państwa niemieckiego, w poszczególnych krajach związkowych struktura organizacyjna katastru jest zróżnicowana¹³. Katastry są prowadzone przez okręgowe i lokalne urzędy katastralne (*Vermessungsamt*), które odpowiadają także za wycenę nieruchomości dla celów podatkowych¹⁴. Rejestr obejmuje wszystkie nieruchomości na terytorium danego landu i dostarcza informacji na temat właściciela nieruchomości oraz danych identyfikacyjno-opisowych nieruchomości, w tym położenia, granic, zarysu budynku, klasy gleby oraz danych rejestracji prawnej. Nieruchomościami w rozumieniu katastru nieruchomości są parcele (*Flurstück*), a także budynki i budowle (*Gebäude*). W Niemczech rozróżnia się parcelę i działkę gruntu (*Grundstück*). Pierwsza jest pojęciem katastralnym, a druga pojęciem i jednostką wieczystoksięgową. Działka, skatalogowana w księdze wieczystej, może składać się z kilku parceli.

Niemiecki kataster nieruchomości składa się z dwóch części:

- księgi nieruchomości (*Liegenschaftsbuch*) – część opisowa katastru,
- mapy nieruchomości (*Liegenschaftskarte*) – część graficzna katastru.

Głównymi zadaniami niemieckiego katastru nieruchomości są:

- określenie zakresu prawa własności w księdze wieczystej,
- zabezpieczenie pewności obrotu gospodarczego nieruchomości.

¹³ *Europejskie systemy opodatkowania...*, op. cit., s. 78

¹⁴ <http://www.cccs.de/inhalt/liegenschaften/liegenschaftskataster.htm>.

Tabela 2

Katastry nieruchomości w wybranych państwach

Państwo	Lokalizacja, opis gruntu i budynków, sposób użytkowania	Prawa do nieruchomości	Obciążenia hipoteczne	Wartość nieruchomości	Podmiot prowadzący	Podmiot odpowiedzialny	Bezpłatny dostęp	Dostęp on-line	Funkcja fiskalna
Austria	+	+	+	-	Federalny Urząd Miar i Pomiarów	Ministerstwo Gospodarki	+	+	+
Czechy	+	+	+	-	Urząd ds. Gcodezji, Kartografii i Katastru	państwo	+	+	+
Dania	+	+	-	+	rejestr katastralny	państwo	+	+	+
Francja	+	+	+	+	urzędy katastralne	państwo	+	-	+
Hiszpania	+	+		+	Cadaster	państwo	+		+
Holandia	+	+	+	+	Dutch Kadaster	agencja niezależna	+	+	+
Niemcy	+	+		+	urzędy katastralne	Krajowe Ministerstwo Spraw Wewnętrznych lub Krajowe Ministerstwo Finansów lub Ministerstwo Gospodarki Przestrzennej	+	+	+

Podsumowanie

Przegląd powyższych informacji dotyczących funkcjonowania ksiąg wieczystych i katastrów nieruchomości w wybranych krajach europejskich pozwala stwierdzić, że nie we wszystkich krajach funkcjonują księgi wieczyste – ich funkcje przejmuje wtedy kataster nieruchomości. Istnieje wiele podobieństw

w funkcjonowaniu ksiąg wieczystych w państwach prowadzących ten rejestr nieruchomości, a ponadto katastry nieruchomości istnieją we wszystkich omawianych państwach, ich zadania są bardziej zróżnicowane niż w przypadku ksiąg wieczystych.

Kryteria katastru przyszłości stały się przedmiotem prac grupy roboczej ds. katastru i gospodarki gruntami Międzynarodowej Federacji Geodetów na posiedzeniu w Singapurze, a przedstawionych w raporcie Kongresu Federacji w Brighton w 1998 r. Projekt nosi roboczą nazwę KATASTER 2014. Główny nacisk w prowadzonych pracach jest kładziony na informatyzację istniejących danych, a także uregulowanie sytuacji prawnej terenów¹⁵.

W latach 2001-2006 trwały prace nad uruchomieniem projektu EULIS (*European Land Information Service*). Od listopada 2006 r. jest możliwy dostęp on-line do informacji o nieruchomościach znajdujących się w państwach uczestniczących w projekcie. Utworzony w tym celu portal internetowy umożliwia dostęp do informacji zawartych w krajowych księgach wieczystych, jak i do danych katastralnych¹⁶. W projekcie bierze obecnie udział Austria, Irlandia, Holandia, Litwa i Szwecja, a w kolejnych krajach trwają prace wdrożeniowe (Belgia, Czechy, Anglia i Walia, Estonia, Finlandia, Hiszpania, Islandia, Łotwa, Norwegia, Słowacja, Słowenia, Włochy)¹⁷.

LAND REGISTER AND PROPERTY CADASTER AS SOURCES OF INFORMATION ABOUT PROPERTIES IN CHOSEN EUROPEAN COUNTRIES

Summary

Property market is a place, where information has special significance. Decisions, made on this market, usually have long-term nature and involve huge capital, often supported by bank loan. Due to this information, used to make property decisions, should be exact, precise, up-to-date, reliable, complete, and available. Typical for information about property is its dispersion in various places. Through the years different solutions have been formed. Out of many registers, which build systems of information about property, two has been presented: land register and property cadaster. Their functioning in Austria, Czech Republic, Denmark, France, Spain, Holland, and Germany has been discussed. Work on unification of contents and sources of information about property in Europe continues (for example Cadaster 2014, EULIS project).

¹⁵ W. Wilkowski: *Czy wiemy, co to jest kataster?* „Przegląd Geodezyjny” 1998, nr 4, s. 29-30.

¹⁶ P. Armada-Rudnik: *Przyszłość ksiąg wieczystych po elektroniczacji*. „Nieruchomości” C.H. Beck 2009, nr 12.

¹⁷ <http://www.eulis.org>.

Elżbieta Zagórska

SPOŁECZNO-EKONOMICZNE NASTĘPSTWA REWITALIZACJI TERENÓW POPRZEMYSŁOWYCH

Wstęp

Ponowne wykorzystanie terenów poprzemysłowych, które przestały pełnić funkcje gospodarcze, ogranicza zapotrzebowanie na nowe tereny niezbędne dla rozwoju przemysłu, usług i mieszkalnictwa. W tym kontekście uwidacznia się znaczenie procesów rewitalizacji nakierowanych na stworzenie warunków dla ich zagospodarowania.

Szanse ponownego zagospodarowania terenu poprzemysłowego zwiększa jakość i ilość dostępnych elementów infrastruktury zewnętrznej o charakterze uniwersalnym, a mianowicie: dróg samochodowych, sieci energetycznych, telekomunikacyjnych, zaopatrzenia w wodę oraz odprowadzenia ścieków. Z kolei szanse te znacznie ograniczają specjalistyczne urządzenia, takie jak: porty, wywrotnice wagonowe, przenośniki taśmowe, specjalne oczyszczalnie ścieków czy rurociągi. Mogą one bowiem służyć tylko pewnym specjalnym sposobom użytkowania.

Celem artykułu jest ukazanie, że stare aglomeracje przemysłowe dzięki rewitalizacji stają się m.in. poprzez przebudowę istniejących obiektów, podnoszenie ich standardu technicznego, likwidację luki technologicznej oraz *gentrification* atrakcyjnym lokalizacyjnie środowiskiem, przyciągającym podmioty gospodarcze¹.

¹ K. Kuciński: *Europejska perspektywa rewitalizacji regionów przemysłowych*. W: *Restrukturyzacja regionów przemysłowych*. Red. H. Godlewska-Majkowska. Instytut Funkcjonowania Gospodarki Narodowej, SGH, Warszawa 2005, s. 24.

1. Przyczyny pojawienia się terenów poprzemysłowych oraz ich charakterystyka

Pojawienie się na szerszą skalę problemu opuszczonych przez przemysł terenów w polskich miastach jest przede wszystkim bezpośrednim rezultatem zmian gospodarczych i społecznych, które nastąpiły po 1989 r. Przejście od gospodarki zarządzanej centralnie do gospodarki rynkowej zmieniło pozycję właściwie wszystkich przedsiębiorstw przemysłowych w kraju i wymusiło na nich konieczność przystosowania się do nowej sytuacji ekonomicznej².

Procesy przemian struktury funkcjonalnej, analizowane poprzez charakter użytkowania terenów miejskich, wskazują na eliminowanie, zwłaszcza ze śródmieścia miasta, tradycyjnej funkcji przemysłowej i zastąpienie jej szeroko rozumianą funkcją usługową.

Kryzys tych terenów, ze względu na ich skalę i znaczenie dla miasta, staje się szczególnie dotkliwy, a jego efektem jest upadek aktywności ekonomicznej oraz niszczenie substancji materialnej i społeczności tam żyjącej. Bezpośrednim objawem kryzysu terenów przemysłowych w miastach jest pojawienie się w przestrzeni terenów określanych jako poprzemysłowy ugor miejski. Wśród wielu przyczyn sprawczych wymienia się przede wszystkim cykliczność rozwoju światowej gospodarki³.

Obecnie rewitalizacji podlegają przede wszystkim te tereny, które nie spełniają już pierwotnych funkcji przemysłowych. Są to tereny, które nie pełnią istotnej, pozytywnej gospodarczo roli w organizacji przestrzeni miejskiej⁴, są natomiast źródłem konfliktów społecznych i trudności ekonomicznych, ich

² S. Karczmarek: *Tereny poprzemysłowe w miastach – problem czy wyzwanie?* W: *Przemiany struktury przestrzennej miast w sferze funkcjonalnej i społecznej*. Red. J. Ślodezyk. Wydawnictwo Uniwersytetu Opolskiego, Opole 2004, s. 159; S. Liszewski: *Przemiany struktury przestrzennej aglomeracji przemysłowej w okresie transformacji ustrojowej (przykład łódzkiej aglomeracji miejskiej)*. W: *Przemiany struktury przestrzennej...*, op. cit., s. 9; J. Ślodezyk: *Tereny przemysłowe w mieście*. W: *Podstawy gospodarki przestrzennej – wybrane aspekty*. Red. S. Korenik, J. Ślodezyk. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 2005, s. 152; T. Bolek, H. Henzel, J. Konowalczyk, T. Ramian, K. Śmietana, M. Wilczek, E. Zagórska: *Inwestycje na terenach poprzemysłowych a lokalny rynek nieruchomości*. Badania statutowe. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2008, s. 27-28.

³ S. Karczmarek: *Rewitalizacja terenów poprzemysłowych. Nowy wymiar w rozwoju miast*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2001, s. 29.

⁴ Ibid., s. 28.

istnienie wywołuje bezrobocie, sprzyja powstaniu patologii społecznej, a także stopniowej, ale sukcesywnej degradacji substancji materialnej. Tereny tego rodzaju można określić mianem poprzemysłowego ugóru miejskiego⁵.

M.R.G. Conzen określa ugór miejski jako ten etap historii działki, w czasie której teren jest czasowo opuszczony, zniszczony z powodu kryzysu społeczno-gospodarczego, który go dotknął i spowodował kres dotychczasowego użytkowania. Staje się on wówczas celem tzw. oczyszczenia, które polega na eliminacji istniejącej zabudowy w celu przygotowania działki do przyjęcia następnej formy zagospodarowania⁶.

Początki pojawienia się obszarów typu poprzemysłowy ugór miejski datują się na lata 50. XX w. W wysoko rozwiniętych krajach zachodnio-europejskich podlegały im obszary:

- wydobywania węgla kamiennego, produkcji metalurgicznej oraz karbochemicznej – z powodu zmian w zapotrzebowaniu na wyroby tych branż oraz niemożliwość przeprowadzenia koniecznych do unowocześnienia produkcji zmian technologicznych w miejscu dotychczasowej lokalizacji zakładu,
- przemysłu włókienniczego, stoczniowego, stalowego – z powodu konkurencji światowej i tańszej produkcji w innych częściach globu,
- przemysłu zbrojeniowego – w rezultacie zmian geopolitycznych, innej doktryny wojennej, czyli zmniejszenia zapotrzebowania na tę produkcję⁷.

Tereny miejskie, które do pewnego momentu warunkowały pomyślność gospodarczą miasta czy regionu, w wyniku przekształcenia się w ugór miejski stawały się obszarem trudnym, kłopotliwym, wymagającym interwencji. Tym samym znacznie obniżała się ranga tych terenów w mieście. Przyczyniało się to z kolei do malejącego nimi zainteresowania.

Kryzys terenów industrialnych pociągał zazwyczaj za sobą degradację towarzyszących im i integralnie połączonych obszarów mieszkaniowych⁸.

⁵ Ibid.

⁶ S. Karczmarek: *Rewitalizacja terenów poprzemysłowych...*, op. cit., s. 28; T. Bolck, H. Henzel, J. Kono-walczyk, T. Ramian, K. Śmietana, M. Wilczek, E. Zagórska: Op. cit., s. 37-38.

⁷ S. Karczmarek: *Rewitalizacja terenów poprzemysłowych...*, op. cit., s. 31-32; K. Gasidło, K. Mazur, Sz. Opania, A. Pancewicz: *Przekształcenia miast w świetle programów rewitalizacji obszarów miejskich. W: Przemiany przestrzeni miast...*, op. cit., s. 9

⁸ S. Karczmarek: Op. cit., s. 32

Jednym z czynników generujących pojawienie się poprzemysłowych ugorów miejskich była zmiana tendencji lokalizacyjnych przemysłu, która polegała na jego relokacji na obrzeża miasta lub do gmin w strefie podmiejskiej. Chociaż w tym przypadku miejsca pracy nadal istniały, to jednak w „dawnej lokalizacji” pojawił się poprzemysłowy ugor miejski jako teren zdegradowany i opuszczony. Postępowanie w procesie rewitalizacji, które dotyczy ugoru poprzemysłowego miejskiego bez względu na jego szczególną lokalizację geograficzną (kraj, region), tworzy każdorazowo sekwencję takich samych planowych działań.

Wąska definicja terenu poprzemysłowego określa go jako obszar, na którym odbywała się produkcja przemysłowa⁹. Definicja szersza dodaje do tego obszaru, obszar usług dla przemysłu, a najszersza włącza do niego obszar oddziaływania przemysłu. Kierując się tymi definicjami można wyróżnić trzy typy terenów poprzemysłowych¹⁰:

1. Typ I to teren, który był przeznaczony na proces produkcyjny – od przejęcia lub pozyskania surowców, energii i siły roboczej do wysyłki produktów oraz wysyłki, przerobu lub składowania odpadów.
2. Typ II to tereny funkcji towarzyszących przemysłowi, np.: ośrodki administracyjne, badawcze, biura projektów, zakładowe obiekty kultury, sportu, ochrony zdrowia, kształcenia zawodowego, stacje towarowe, centra logistyczne i telekomunikacyjne, ujęcia wody i oczyszczalnie ścieków, stacje energetyczne, grupy zieleni izolacyjnej, osiedla pracownicze, tereny stref ochronnych itd.¹¹.
3. Typ III obejmuje tereny oddziaływania przemysłu. Są to oddziaływania fizyczne, takie jak: zanieczyszczenia, oddziaływania ekonomiczne wyrażające się znacznym udziałem przemysłu w wytwarzaniu produktu danego obszaru, oddziaływania społeczne – np. dominacja robotników w strukturze zatrudnienia.

⁹ K. Gasidło: *Problemy przekształceń terenów poprzemysłowych*. Wydawnictwo Politechniki Śląskiej, Gliwice 1998, s. 8; T. Bolek, H. Henzel, J. Konowalczyk, T. Ramian, K. Śmietana, M. Wilczek, E. Zagórska. Op. cit., s. 32.

¹⁰ *Modelowe przekształcenia terenów poprzemysłowych i zdegradowanych*. Red. K. Gasidło, J. Gorgoń. UNDP POL, Katowice 1999, s. 17-18.

¹¹ K. Gasidło Op. cit., s. 8.

Nazwa „teren poprzemysłowy” obejmuje zarówno sam grunt, jak i jego zagospodarowanie łącznie z budowlami¹². Na użytek Programu Rządowego dla Terenów Poprzemysłowych¹³ przyjęto następujące definicje:

1. „Teren poprzemysłowy definiuje się jako zdegradowane, nie użytkowane lub nie w pełni wykorzystane tereny przeznaczone pierwotnie pod działalność gospodarczą, która została zakończona”¹⁴.
2. „Teren definiuje się jako nieruchomości, zespół nieruchomości lub część nieruchomości, na którą składają się powierzchnia ziemi oraz naturalne i sztuczne pokrycie ziemi, w tym roślinność, przyroda nieożywiona, obiekty budowlane, infrastruktura techniczna”¹⁵.
3. „Teren zdegradowany to teren zanieczyszczony lub teren, którego naturalne ukształtowanie zostało zmienione w sposób niekorzystny”¹⁶.
4. „Teren zanieczyszczony jest to teren, na którym występują przekroczenia dopuszczalnych wartości stężeń substancji chemicznych określonych w rozporządzeniu Ministra Środowiska z dnia 9 września 2002 r. w sprawie standardów jakości gleby oraz standardów jakości ziemi”¹⁷.

2. Charakterystyka procesu rewitalizacji

Terminem rewitalizacja jest nazywana sekwencja planowanych działań mających na celu ożywienie gospodarcze oraz zmianę struktury funkcjonalnej i przestrzennej zdegradowanych obszarów miasta. W odniesieniu do przestrzeni miejskiej proces rewitalizacji nadaje jej nową wartość i przebiega jako działanie planowe, którego podstawowym celem jest stymulowanie rozwoju i ponowne ożywienie obszaru po kryzysie, upadku, degradacji¹⁸. Termin ten jest pojęciem szerszym niż stosowany często termin przekształcenie. Proces rewitalizacji zakłada bowiem przede wszystkim planowaną i monitorowaną na każdym

¹² Ibid.

¹³ Program Rządowy dla Terenów Poprzemysłowych przyjęty przez Radę Ministrów w dniu 27 kwietnia 2004 r., Ministerstwo Środowiska, Warszawa 2004, s. 3, www.ietu.katowice.pl/wpri/Aktualnosci/Tcr-Pop/program_rzadowy_dla_ter_pop.pdf

¹⁴ Ibid.

¹⁵ Ibid.

¹⁶ Ibid.

¹⁷ Ibid.; Rozporządzenie Ministra Środowiska z dnia 9 września 2002 r. w sprawie standardów jakości gleby oraz standardów jakości ziemi (Dz.U. nr 165, poz. 1359).

¹⁸ S. Karczmarek: *Tereny poprzemysłowe w miastach...*, op. cit., s. 156.

etapie realizacji procedurę zmiany struktury funkcjonalnej, wprowadzenie pozytywnej zmiany – poprawę warunków życia ludzi oraz podniesienie wartości obszaru w kategorii jakości przestrzeni publicznej¹⁹.

Często rewitalizacja jest łączona z pojęciem rozwoju zrównoważonego, ma bowiem służyć poprawie warunków życia ludzi przez kompleksowe działania odnoszące się do przebudowy przestrzeni, ożywienia społeczno-gospodarczego i kulturowego²⁰.

Istotą procesu rewitalizacji na obszarach dawniej użytkowanych przez przemysł jest wprowadzenie tam nowych funkcji, z jednoczesnym przekształceniem istniejącej formy przestrzennej w wyniku powstawania nowej zabudowy, modernizacji i przystosowywania do nowych wymagań części obiektów poprzednio służących przemysłowi. Poprzednie formy działalności gospodarczej są zastępowane aktywnościami sektora trzeciego i czwartego, czyli usługami. W wielu miastach obszary poprzemysłowe znajdują się w ich centralnej części, stając się ważnym składnikiem wewnątrzmięskiej przestrzeni publicznej, która powinna mieć charakter reprezentacyjny i dlatego też nowe formy zagospodarowania powinny harmonijnie współistnieć z otoczeniem, wzbogacać jego program funkcjonalny oraz uatrakcyjnić wyraz przestrzenny – architektoniczny i urbanistyczny²¹.

Samo pojęcie rewitalizacja jest nader często nadużywane. W zdecydowanej większości przypadków w odniesieniu do zdegradowanych fragmentów miast podejmuje się jedynie działania naprawcze o charakterze inwestycyjnym, których celem jest poprawa jakości przestrzeni istniejącej bądź wprowadzenie w określony obszar lub jego fragment nowej jakości, pod postacią nowych inwestycji²². Biorąc pod uwagę, że działania te nie są z reguły kontynuowane i nie obejmują pozostałych, wadliwie funkcjonujących aspektów życia, są one mało skuteczne i trudno je nazwać kompleksowymi procesami, które zmierzają do ożywienia obszarów zdegradowanych.

¹⁹ Ibid.

²⁰ S. Bernat: *Programowanie rewitalizacji przestrzeni miejskich w obrębie dolin rzecznych* „Aura” 2008, nr 2, s. 17.

²¹ S. Karczmarek: *Tereny poprzemysłowe w miastach..*, op. cit., s. 160-161.

²² K. Wójcik: *Bytom jako przykład miasta kreatywnego*. W: *Kreatywna aglomeracja – potencjały, mechanizmy, aktywności. Podejścia metodologiczne*. Red. A. Klasik. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice, 2008, s. 129.

Rewitalizacja jest procesem długotrwałym, wymagającym czasu do uzyskania planowanych efektów i przewidywania skutków ekologicznych prowadzonych działań²³.

Dotychczasowe podejście rewitalizacyjne zostało zdominowane przez działania architektoniczne i urbanistyczne, jednak coraz częściej podkreśla się konieczność prowadzenia zintegrowanej rewitalizacji urbanistyczno-przyrodniczej, uwzględniającej wszystkie jej aspekty, zarówno społeczno-gospodarcze, kulturowe, jak i ekologiczne.

Społeczno-ekonomiczne konsekwencje rewitalizacji w skali dzielnic miast wyrażają się m.in. poprzez proces przemian społeczno-ekonomicznych, określany mianem *gentrification* – rewaluacja dzielnic, która jest procesem polegającym na podnoszeniu w efekcie remontów i modernizacji nieruchomości, wartości starych, centralnych dzielnic miast²⁴. W wyniku poprawy jakości przestrzeni publicznej, rozbudowy infrastruktury społecznej i aktywizacji gospodarczej powstają obszary bardzo atrakcyjne dla lokalizacji ekskluzywnych mieszkań, powierzchni usługowych i biurowych. W sensie społecznym *gentrification* oznacza „[...] przemiany społeczne na danych obszarach miejskich polegające na wypieraniu dotychczasowych mieszkańców, stanowiących niewykwalifikowanych pracowników najemnych przez ludność bardziej zamożną (middle class)”²⁵. Zmianę dzielnicy w bardziej „wartościową” charakteryzują wskaźniki, które dotyczą m.in.: wieku budynków, poziomu przeciętnego czynszu, przeciętnego dochodu mieszkańców czy ich wieku. Przywrócenie wartości zdegradowanym społecznie i ekonomicznie centralnym dzielnicom miast jest pozytywnym skutkiem *gentrification*, natomiast negatywnym skutkiem tego procesu jest wypieranie dotychczasowych uboższych mieszkańców, a w rezultacie gromadzenie uboższych grup społecznych w zdegradowanych lub gorszych dzielnicach.

²³ T. Bolek, H. Henzel, J. Konowalczyk, T. Ramian, K. Śmietana, M. Wilczek, E. Zagórska: Op. cit., s. 18-19.

²⁴ M. Zięba: *Proces rewitalizacji a rewaluacja dzielnic miejskich – zarys problemu*. Zeszyty Naukowe, nr 703, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 2006, s. 179.

²⁵ A. Polko: *Miejski rynek mieszkaniowy i efekty sąsiedztwa*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2005, s. 94.

3. Zarządzanie wartością nieruchomości w procesie rewitalizacji

Rewitalizacja, o czym już wspomniano, to pojęcie odnoszące się do kompleksowych działań podejmowanych w obszarach miast, łączących remonty, modernizację i rewaloryzację z działaniami zmierzającymi do ożywienia społeczno-gospodarczego miasta²⁶. Rewitalizacja, przyczyniając się do poprawy istniejącego stanu organizacji przestrzeni oraz podniesienia jej wartości w kategorii jakości życia miejskiego, silnie oddziałuje na wartość nieruchomości²⁷.

Na wartość rewitalizowanych obszarów składają się nie tylko czynniki ilościowe (opłacalność poszczególnych projektów), ale często również czynniki jakościowe, przykładem których są wizerunek dzielnicy w oczach mieszkańców czy poczucie bezpieczeństwa. Można wyróżnić dwa podstawowe podejścia do określania wartości obszarów rewitalizowanych, a mianowicie węższe i szersze. W węższym znaczeniu wartość obszarów rewitalizowanych określa się jako wartość rynkową poszczególnych nieruchomości, a więc cenę, jaką można uzyskać w obrocie nieruchomościami na wolnym rynku, natomiast w szerszym znaczeniu wartość obszarów rewitalizowanych rozumie się jako zespół cech obszaru decydujący o jego niepowtarzalnych walorach, cennych dla ludzi i mogących zaspokajać ich potrzeby²⁸. Oprócz wartości poszczególnych nieruchomości, na wartość rewitalizowanego obszaru w szerszym znaczeniu składa się również wartość infrastruktury, walory architektoniczne, historyczne, kulturowe, społeczne, ekonomiczne, cechy środowiska mieszkaniowego i przestrzeni publicznej w najbliższym otoczeniu nieruchomości, a także niepowtarzalna struktura społeczna oraz wizerunek obszaru w oczach mieszkańców i inwestorów²⁹. Zarządzanie wartością rewitalizowanych obszarów polega na zarządzaniu zespołem cech obszaru decydujących o jego niepowtarzalnych walorach oraz ich relacjach. Proces ten obejmuje następujące fazy: planowanie polegające na identyfikacji obszaru kryzysowego, a następnie włączeniu go

²⁶ K. M. Skalski. *O budowie systemu rewitalizacji dawnych dzielnic miast*. Krakowski Instytut Nieruchomości, Kraków 1996, s. 16.

²⁷ M. Zięba. *Op. cit.*, s. 183.

²⁸ A. Jadach-Sepiolo. *Możliwości zarządzania wartością nieruchomości w rewitalizacji polskich miast. W: Aspekty prawne i organizacyjne zarządzania rewitalizacją*. T. 6. Red. W. Rydzik. Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2009, s. 107.

²⁹ *Ibid.*, s. 107.

do strategii lokalnej polityki rewitalizacyjnej, organizację polegającą na wyliczeniu wartości obszaru kryzysowego w warunkach kryzysu i na ustaleniu wartości docelowej, zarządzanie polegające na wdrażaniu strategii rewaloryzacji obszaru rewitalizacji, kontrolę polegającą na ocenie efektów zastosowanych działań i budowie systemu monitoringu. W stosunku do zarządzania wartością rewitalizowanych obszarów użyteczne stają się dwie koncepcje systematyzujące kreowanie i utrzymywanie wartości, które zostały sformułowane na potrzeby przedsiębiorstw, a mianowicie: zarządzanie wartością w przedsiębiorstwie jako łącznik między przedsiębiorstwem a klientem, którego w odniesieniu do procesów rewitalizacji zastępuje się mieszkańcami miasta, oraz teoria łańcucha M.E. Portera.

Wycena nieruchomości na obszarach kryzysowych jest trudna ze względu na wybór odpowiedniej metody wyceny. Wyceny wartości rewitalizowanego obszaru są w dużej mierze szacunkowe i opierają się na wiedzy oraz doświadczeniu rzeczoznawców, ale mimo to stanowią ważne źródło informacji o stanie ekonomicznej degradacji obszaru. Trudności i ograniczenia, wpływające na jakość wyceny nieruchomości na obszarach rewitalizowanych przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1

Trudności wpływające na jakość wyceny nieruchomości na obszarach rewitalizacji

Podjęcie zastosowane podczas wyceny	Trudności zastosowania w stosunku do obszarów rewitalizowanych
porównawcze	<ul style="list-style-type: none"> – brakuje danych do porównań, często nie występują transakcje kupna-sprzedaży nieruchomości na podobnych obszarach, dzieje się tak szczególnie na obszarach, gdzie stopień degradacji jest skorelowany z dużą liczbą lokali opustoszałych, – brakuje informacji o cenach gruntów (zapobieganie spekulacji)
kosztowe (wartość odtworzeniowa)	<ul style="list-style-type: none"> – nie ma możliwości odczytania z rynku informacji o wielkości kosztów odtworzenia, – w przypadku terenów zdegradowanych ekologicznie o dużym poziomie zanieczyszczenia gleby wartość gruntu i zabudowań może być ujemna
dochodowe	<ul style="list-style-type: none"> – często ze względu na ekonomiczne filtracje rynku na obszarze kryzysowym czynsze są zaniżone lub istnieje dość duża grupa najemców niedokonujących opłat, – niemożliwa do zastosowania w przypadku obiektów opuszczonych

Źródło: A. Jadach-Sepiolo: *Możliwości zarządzania wartością nieruchomości w rewitalizacji polskich miast*. W: *Aspekty prawne i organizacyjne zarządzania rewitalizacją*. T. 6. Red. W. Rydzik. Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2009, s. 124.

Wpływ procesów rewitalizacji na wartość nieruchomości znajdujących się na obszarze kryzysowym nie budzi wątpliwości. Trudno natomiast w sposób jednoznaczny określić wielkość tego wpływu z powodu problemów związanych z wyznaczeniem początkowej wartości nieruchomości zlokalizowanych na obszarze kryzysowym oraz dlatego, że zmiany wartości nieruchomości nie są wypadkową procesów inwestycyjnych prowadzonych w trakcie rewitalizacji danego obszaru. Są one również rezultatem zmian koniunkturalnych na rynku nieruchomości.

SOCIO-ECONOMICAL RESULTS OF REVITALIZATION OF POST-INDUSTRIAL AREAS

Summary

The reuse of postindustrial areas, which no more serve economic purposes, limits the demand for new areas indispensable for industry, service, and residential development. Within this context the significance of revitalization processes is highly exposed, as they counteract urban space degradation, limit pathology, and social exclusion as well as enable preserving the existent national heritage in accordance with balanced development principles.

Tomasz Bolek

SPECYFIKA INWESTOWANIA W NIERUCHOMOŚCI ZABYTEKOWE

Wstęp

Zabytki od dawna cieszą się zainteresowaniem historyków, architektów i artystów, doceniają oni ich niepowtarzalny charakter oraz piękno, cenią je za ich wartości historyczne, artystyczne i architektoniczne. Obecnie wiele zniszczonych zabytków ma szansę na powrót do stanu z czasów swojej świetności, ich adaptacja do współczesnych funkcji jest coraz częstszym zjawiskiem. Władze lokalne, przedsiębiorstwa oraz inwestorzy indywidualni doceniają potencjał historycznych obiektów, więc angażują środki finansowe, by zrealizować swoje cele, przy okazji przyczyniając się do ratowania dziedzictwa kulturowego.

Celem opracowania jest ukazanie specyfiki inwestowania w nieruchomości zabytkowe, przedstawienie mocnych i słabych stron nieruchomości zabytkowych oraz wskazanie kierunków adaptacji obiektów historycznych.

1. Nieruchomości zabytkowe – podstawowe pojęcia

Zabytki – „świadkowie historii”, „ślady przeszłości” – pozwalają na wyobrażenie sobie minionych form architektonicznych, sposobów gospodarowania, norm i obyczajów. Są lekcją historii¹. Pojęcie zabytku jest zdefiniowane w ustawie z dnia 23 lipca 2003 r. o ochronie zabytków i opiece nad zabytkami: „[...] zabytkiem jest nieruchomość lub rzecz ruchoma, ich części lub zespoły,

¹ F. Zieliński: *O użytkowaniu i społecznej świadomości zabytków*. W: *Ochrona zabytków a gospodarka przestrzenna Polski*, Biuletyn Informacyjny, z. 52 PAN, Warszawa 1986, s. 82.

będące dziełem człowieka lub związane z jego działalnością i stanowiące świadectwo minionej epoki bądź zdarzenia, których zachowanie leży w interesie społecznym ze względu na posiadaną wartość historyczną, artystyczną lub naukową². Ustawodawca w artykule 6 tej ustawy precyzuje pojęcie zabytki nieruchome, za które uznaje się, bez względu na stan zachowania:

- krajobrazy kulturowe,
- układy urbanistyczne, ruralistyczne i zespoły budowlane,
- dzieła architektury i budownictwa,
- dzieła budownictwa obronnego,
- obiekty techniki, a zwłaszcza kopalnie, huty, elektrownie i inne zakłady przemysłowe,
- cmentarze,
- parki, ogrody i inne formy zaprojektowanej zieleni,
- miejsca upamiętniające wydarzenia historyczne bądź działalność wybitnych osobistości lub instytucji³.

Nauki socjologiczne rozumieją zabytek jako obiekt materialny lub duchowy, w którym określona grupa społeczna odnajduje własną tożsamość historyczną. Pojawia się zatem relacja: grupa społeczna (reprezentowana na przykład przez naród, grupę etniczną, społeczność miasta) – relik, która obejmuje więź ze społeczeństwem, symbolizowanie określonych wartości, poczucie odpowiedzialności i sprawowanie (lub nie) władzy nad obiektem ze strony określonej grupy⁴. Takie spojrzenie w pełni uzasadnia nałożenie ochrony prawnej na te wszystkie nieruchomości, którym można przypisać cechy zabytku. Troska o obiekty o charakterze historycznym należy do obowiązków każdego pokolenia, żaden naród nie może pozwolić sobie na zniszczenie swoich zasobów historycznych.

Pisząc o zabytkach w kontekście tożsamości narodowej i historii należy także wspomnieć pojęcie dziedzictwa narodowego. Jego duże znaczenie odzwierciedlają zapisy w uchwalonej 2 kwietnia 1997 r. Konstytucji RP. Preambuła do niej mówi „o kulturze zakorzenionej w chrześcijańskim dziedzictwie narodu i ogólnoludzkich wartościach” oraz o zobowiązaniu, by „przekazać przyszłym pokoleniom wszystko, co cenne z ponadtyśiącletniego dorobku”.

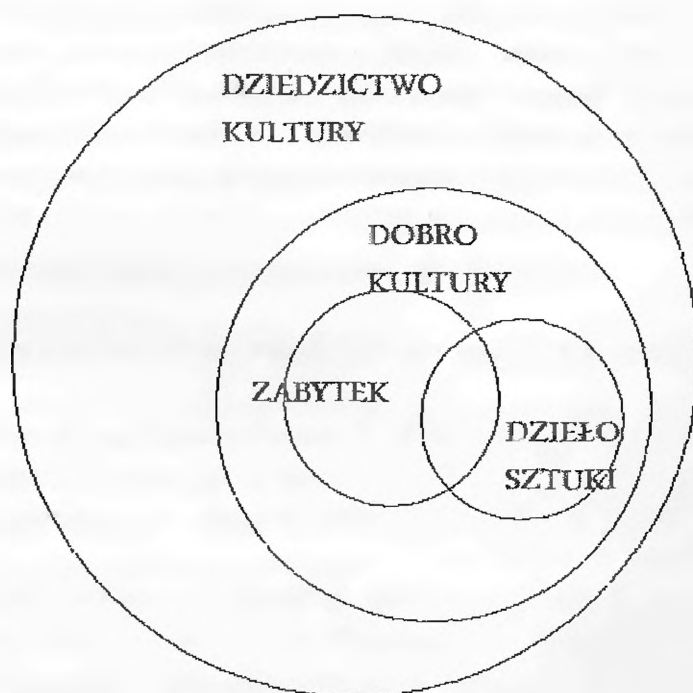
² Ustawa z dnia 23 lipca 2003 r. o ochronie zabytków i opiece nad zabytkami (Dz.U. nr 162, poz. 1568 ze zm.), art. 3.

³ Ibid., art. 6.

⁴ M. Drela: *Własność zabytków*. C.H. Beck, Warszawa 2006, s. 81.

Ponadto późniejsze artykuły stanowią, iż „Rzeczypospolita Polska strzeże dziedzictwa narodowego”, a zadanie to należy do zasadniczych kierunków działania państwa⁵.

Rozważając definicje związane z zabytkami, często zamiennie wykorzystuje się pojęcie dobra kultury. Warto pamiętać, iż nie są one tożsame – dobra kultury stanowią dorobek myśli i pracy wielu pokoleń. Są one materialnym świadectwem dziejów narodu i wiążą przeszłość z teraźniejszością i przyszłością⁶ – dobra kultury dotyczą obiektów wytworzonych w przeszłości, jak i obecnie⁷. Zabytek jest zatem pojęciem węższym.



Rys. 1. Zakres podstawowych pojęć związanych z ochroną dziedzictwa kultury

Źródło: K. Zeidler, Wartość zabytku jako kategoria normatywna. W: Wokół problematyki prawnej zabytków i dzieł sztuki. Tom II. Red. W. Szafrński. Wydawnictwo Poznańskie, Poznań 2008

⁵ K. Zeidler: *Prawo ochrony dziedzictwa kultury*. Wolters Kluwer, Warszawa 2007, s. 27.

⁶ J. Kropidłowski: *Wybrane zagadnienia z zakresu ochrony dóbr kultury*. Ministerstwo Kultury i Sztuki, Warszawa 1972, s. 2.

⁷ Szerzej K. Zeidler: *Prawo ochrony...*, op. cit., s. 43

Pojęcie zabytku rodzi wiele trudności i nie zawsze możliwe jest jednoznaczne określenie nieruchomości jako zabytkowej. Jakie czynniki i jakie dokładnie wartości decydują o uznaniu nieruchomości za zabytkową? Czas powstania? (za zabytki uznaje się już niektóre obiekty wybudowane po drugiej wojnie światowej, np. Pałac Kultury i Nauki w Warszawie). Artystyczny kunszt? (wystarczy porównać Pałac Łazienkowski ze skromną kamienicą z XVIII w.). Świadection historycznych zdarzeń? Unikatowość obiektu na tle innych? Szczególna lokalizacja? Nierzadko sami znawcy historii i architektury mają z tym zagadnieniem problemy, a opinia publiczna i media często podgrzewają atmosferę, tak jak niegdyś w przypadku wspomnianego Pałacu Kultury i Nauki oraz „kielichów” dworca kolejowego w Katowicach⁸.

Problematyczne jest nie tylko uznanie nieruchomości za zabytkową, ale także określenie rangi oraz oszacowanie wartości „zabytkowości” obiektu. Brakuje precyzyjnych metod obiektywnego i jednoznacznego wartościowania nieruchomości zabytkowych. Ekonomiczne ujęcie wartości dziedzictwa kultury jest szalenie trudne i – zdaniem prof. Wiktora Zina – „tak naprawdę niewykonalne”⁹.

2. Ochrona prawna nieruchomości zabytkowych

Ustawa o ochronie zabytków i opiece nad zabytkami przewiduje różne formy ochrony zabytków, do których należą m.in.: wpis do rejestru zabytków, uznanie za pomnik historii czy ustalenie ochrony w miejscowym planie zagospodarowania przestrzennego¹⁰.

Zgodnie z ustawą o ochronie zabytków i opiece nad zabytkami¹¹ do organów administracji publicznej należy zapewnienie warunków prawnych, organizacyjnych i finansowych umożliwiających trwałe zachowanie zabytków oraz ich zagospodarowanie i utrzymanie. Nie jest jednak możliwe, by ciężar ochrony nad zabytkami spoczął jedynie na służbach publicznych. Brakuje wystarczających publicznych środków finansowych, by wspomniana przez

⁸ Szerzej T. Urzykowski: *Pałac Kultury i Nauki jest już zabytkiem*. „Gazeta Wyborcza” z dnia 2 lutego 2007, www.gazeta.pl oraz P. Jedlicki, I. Sobczyk: *Jest szansa dla kielichów. Dworzec zabytkiem?* „Gazeta Wyborcza” z dnia 25 sierpnia 2009, www.gazeta.pl.

⁹ Ł. Wierzyca. *Wycena zabytków*. „Nieruchomość C.H. Beck” 1999, nr 8.

¹⁰ Rozdział 2 powyższej ustawy odnosi się w całości do form i sposobów ochrony zabytków.

¹¹ Ustawa z 23 lipca 2003 r. o ochronie zabytków i opiece nad zabytkami, art. 4.

ustawę ochrona była skuteczna. Niezbędne jest zaangażowanie kapitałów prywatnych, by ocalić nieruchomości zabytkowe od zniszczenia. Warunkiem zaangażowania się dużej części podmiotów prywatnych w ochronę/opiekę nad zabytkami jest uzyskanie przez nich korzyści ekonomicznych, reprezentowanych przez „stopę zwrotu z inwestycji”.

Jak nieskuteczne są działania służb konserwatorskich dowodzi raport dotyczący funkcjonowania systemu dziedzictwa kultury opracowanego na zlecenie Ministerstwa Kultury i Dziedzictwa Narodowego¹². Służby publiczne w zakresie ochrony zabytków zostały poddane gruntownej krytyce, wskazano wiele błędów i uchybień, wspomina się wręcz o kryzysie służb konserwatorskich. W takiej sytuacji jedynie powiązanie podmiotów prywatnych z działaniami służb publicznych umożliwi właściwą ochronę zabytków. Doświadczenia zagraniczne wskazują, że decentralizacja działań inwestycyjnych i zaangażowanie sektora prywatnego zwiększa efektywność inwestycji m.in. dzięki lepszemu wykorzystaniu środków finansowych¹³.

3. Nieruchomości zabytkowe jako dobro inwestycyjne

Zagospodarowanie nieruchomości, w tym zabytkowych, jest procesem, w który jest zaangażowanych wiele podmiotów pełniących różne funkcje oraz posiadających rozbieżne cele. Oczekiwania społeczności lokalnej dotyczące nowych funkcji zabytków, różnią się od kryteriów branych pod uwagę przez inwestorów prywatnych lokujących kapitał¹⁴.

W procesie inwestycyjnym dla służb konserwatorskich największe znaczenie posiada ekspozycja wartości historycznych, architektonicznych lub naukowych obiektu historycznego oraz ochrona substancji zabytku, tj. zapobieganie zjawiskom niepożądanym: niszczeniu i niewłaściwemu korzystaniu z zabytków (prace zapobiegawczo-ochronne).

¹² Raport na temat funkcjonowania systemu ochrony dziedzictwa kulturowego w Polsce po roku 1989. Red. J. Purchla. Międzynarodowe Centrum Kultury, Kraków 2008.

¹³ K. Janas, W. Jarczewski, W. Wańkiewicz: *Model rewitalizacji miast*. IRM, Kraków 2010.

¹⁴ Por.: J. Konowalczyk, T. Ramian: *Motywacje uczestników procesu rewitalizacji nieruchomości po-przemysłowych*. „Świat Nieruchomości” 2008, nr 66, s. 60-65.

Dla podmiotów sektora publicznego (m.in. lokalne władze, mieszkańcy, fundacje) najistotniejsze będą te przedsięwzięcia, które przyczyniają się do poprawy życia mieszkańców. Wśród głównych celów inwestycji w zabytki przez podmioty publiczne zalicza się m.in.:

- korzyści społeczne,
- korzyści środowiskowe,
- korzyści ekonomiczne,
- prestiż posiadania odrestaurowanego zabytku,
- zwiększenie walorów turystycznych okolicy.

Inwestorzy prywatni (kredytodawcy, deweloperzy, ubezpieczyciele) dążą przede wszystkim do realizacji określonej stopy zwrotu z inwestycji (przy minimalizacji ryzyka)¹⁵. Podobnymi motywami kierują się także pozostali uczestnicy procesu inwestycyjnego, bez udziału których trudno sobie wyobrazić inwestowanie w nieruchomości tj. prawnicy, konsultanci i wykonawcy.

Inwestorów-właścicieli nieruchomości zabytkowych można podzielić na dwie grupy: pierwsza kieruje się korzyściami ekonomicznymi, np. liczy na zyski w postaci wzrostu wartości nieruchomości lub przychodów ze sprzedaży i najmu. Druga grupa to pasjonaci, dla których rachunek ekonomiczny nie jest najważniejszy, ludzie bardziej ceniący wartości niemierzalne: prestiż posiadania zabytku, świadomość ratowania dziedzictwa, walory historyczne, architektoniczne czy artystyczne obiektów zabytkowych.

Niezależnie od celu i podmiotu odpowiedzialnego, inwestowanie w nieruchomości zabytkowe jest procesem skomplikowanym i długotrwałym. Adaptacja nieruchomości zabytkowych jest wieloaspektowym procesem, który wymaga współpracy wielu stron, w tym władz samorządowych i społeczności lokalnych. Przeprowadzanie inwestycji z wyłączeniem partycypacji społecznej wydaje się ryzykowne, ponieważ mieszkańcy również są beneficjentami tego procesu. Nowa funkcja zabytku powinna jak najbardziej zaspokajać lokalne potrzeby, wtapiać się w tło miasta i stanowić wartościowy pomnik historii. Pożytki płynące z właściwie przeprowadzonej inwestycji na substancji zabytku są wielorakie i uzależnione m.in. od skali inwestycji, rangi zabytku, podmiotu przeprowadzającego inwestycję.

¹⁵ A. Wojownik-Filipkowska: *Uczestnicy inwestycji rewitalizacyjnej i ich motywacja*. W: *Inwestycje. Wybrane zagadnienia*. Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 2010, s. 12.

4. Mocne strony inwestowania w nieruchomości zabytkowe

Prestiż wynikający z posiadania nieruchomości historycznej zwiększa zainteresowanie inwestorów tym segmentem rynku. Posiadanie luksusowego dworku, kamienicy w centrum starego miasta lub biura w obiekcie zabytkowym zwiększają poważanie i autorytet użytkownika nieruchomości. Ten atrybut jest szczególnie cenny w przypadku inwestycji komercyjnych. Umieszczenie siedziby firmy, oddziału lub placówki handlowej w nieruchomości historycznej poprawia wizerunek przedsiębiorstwa. Wiele kampanii reklamowych opiera się na wieloletniej tradycji, solidności, niezmienności, a nieruchomość zabytkowa w takim przypadku bezsprzecznie wzmacnia i uwiarygodnia przekaz reklamowy.

Dodatkowy atut zabytków to ich niepowtarzalność i unikatowość. Wyróżnianie się spośród innych jest jednym ze sposobów uzyskiwania przewagi konkurencyjnej. Dobrze odrestaurowane obiekty wzbudzają zainteresowanie, są dobrze postrzegane i kojarzone, często są one wizytówką miejsca czy miasta. W przypadku inwestorów publicznych właśnie pełnienie przez zabytek funkcji reprezentacyjnej jest bardzo istotnym zagadnieniem.

Wspominając atrakcyjność zabytków, należy podkreślić ich wartości artystyczne i architektoniczne, które mają bezpośrednie przełożenie na estetykę i wygląd obiektów zabytkowych. Stylistyka nieruchomości historycznych jest na tyle pożądana i wciąż aktualna, że powstaje coraz więcej nowych budynków o współczesnej infrastrukturze (klimatyzacja, gospodarka odpadami, informatyzacja budynku), lecz nawiązujące do historycznych wzniesień¹⁶.

Wartościowy, dobrze odrestaurowany relikw historyi przyciąga uwagę społeczeństwa (mieszkańcy, turyści, klienci), sprawiając, że okolica zyskuje na atrakcyjności i jest dowodem gospodarności gospodarza. Nieruchomości zabytkowe zawsze wzbudzają duże emocje, są celem wycieczek, obiektami chętnie fotografowanymi, miejscem spotkań, co sprawia, że są one wrażliwe medialnie.

¹⁶ Por. G. Sroczyński: *Co się podoba Polakom: Jeśli dom, to dworek z balkonem*. „Duży Format” z dnia 29 sierpnia 2009, www.gazeta.pl.

Informacje związane z zabytkami są stałym elementem prasy lokalnej, a przeprowadzane na obiektach zabytkowych prace budowlano-inwestycyjne są czujnie obserwowane przez mieszkańców.

Lokalizacja nieruchomości jest cechą, którą w największym stopniu decyduje o wartości nieruchomości i atrakcyjności inwestycyjnej. Część zabytków miejskich posiada doskonałą lokalizację w centrach miast. Zainteresowanie tymi obiektami nigdy nie słabnie, ale nie jest ono uzależnione od zabytkowego charakteru nieruchomości, lecz od samej lokalizacji. Nabywcy takich obiektów doceniają położenie nieruchomości i to ono w dużej mierze decyduje o podjęciu inwestycji. W przypadku miast o bogatej historii, jak np. Kraków, Warszawa, Rzym, ochroną konserwatorską są objęte całe układy urbanistyczne, zatem można stwierdzić, że bardzo dobra lokalizacja w centrum miasta nieodzownie łączy się z zabytkowym charakterem nieruchomości.

Ustawy o samorządach gminnym¹⁷, powiatowym¹⁸ i wojewódzkim¹⁹ nakładają na właściwe organy obowiązek ochrony zabytków i opieki nad zabytkami. Prowadząc zatem rozważania dotyczące inwestowania w nieruchomości zabytkowe, należy podkreślić dużą rolę jednostek samorządu terytorialnego w tym procesie. Dla potencjalnego inwestora oznacza to często wymierną pomoc ze strony władz lokalnych w zakresie np. logistyki, biurokracji, dofinansowania przedsięwzięcia. Stworzony w taki sposób klimat inwestycyjny motywuje do inwestycji w zabytki.

Właściciele obiektów wpisanych do rejestru zabytków mogą ubiegać się nie tylko o ulgi podatkowe²⁰, lecz również o udzielenie dotacji celowej z budżetu państwa na dofinansowanie prac konserwatorskich, restauratorskich lub robót budowlanych przy tym zabytku. Dotacja może być przyznana przez Ministra Kultury i Dziedzictwa Narodowego lub wojewódzkiego konserwatora zabytków²¹. Obecnie funkcjonują także unijne mechanizmy finansowania ochrony i opieki nad zabytkami²².

¹⁷ Ustawa z dnia 8 marca 1990 r. o samorządzie gminnym (Dz.U. nr 142, poz. 1592 z późn. zm.), art. 7, ust. 1, pkt 9.

¹⁸ Ustawa z dnia 5 czerwca 1998 r. o samorządzie powiatowym (Dz.U. nr 91, poz. 578 z późn. zm.), art. 4, ust. 7.

¹⁹ Ustawa z dnia 5 czerwca 1998 r. o samorządzie województwa (Dz.U. nr 91, poz. 576 z późn. zm.), art. 14, ust. 3.

²⁰ Wynikające z ustaw: o podatku od spadków i darowizn, o podatkach i opłatach lokalnych, o gospodarce nieruchomościami.

²¹ Ustawa z dnia 23 lipca 2003 r. o ochronie zabytków i opiece nad zabytkami.

²² Por. www.mkidn.gov.pl.

W odniesieniu do nieruchomości wpisanych do rejestru zabytków, w przypadkach szczególnie uzasadnionych dopuszcza się odstępstwo od przepisów techniczno-budowlanych, rozumianych jako: warunki techniczne, jakim powinny odpowiadać obiekty budowlane i ich usytuowanie oraz warunki techniczne użytkowania obiektów budowlanych. Odstępstwo nie może powodować zagrożenia życia ludzi lub bezpieczeństwa mienia oraz nie powinno powodować pogorszenia stanu środowiska²³.

5. Słabe strony inwestowania w nieruchomości zabytkowe

Do największej wady zabytków należy ograniczenie swobody w gospodarowaniu nimi, które wynika z konstytucyjnych zapisów dotyczących strzeżenia przez państwo dziedzictwa narodowego. W celu uchronienia dobra kultury od niepotrzebnego ryzyka, zrezygnowano z pozostawienia pełnej autonomii właścicielom i użytkownikom zabytków. Utworzono zasady, dzięki którym z jednej strony zwiększono bezpieczeństwo zabytków, ale z drugiej w dużym stopniu ograniczono potencjał inwestycyjny obiektów historycznych.

Właściciel zabytku jest zobowiązany do podporządkowania się zaleceniom konserwatorskim, które określają m.in. sposób korzystania z zabytku, jego zabezpieczenia i wykonania prac konserwatorskich, a także zakres dopuszczalnych zmian, które mogą być wprowadzone na tym zabytku²⁴. Z jednej strony powyższe zapisy ograniczają swobodę właściciela/posiadacza zabytku, z drugiej ułatwiają podjęcie właściwych decyzji konserwatorskich, inwestycyjnych czy eksploatacyjnych przez inwestorów, którzy mogą nie mieć żadnej wiedzy w przedmiotowym zakresie²⁵.

Przed podjęciem wszelkich działań inwestycyjnych na substancji zabytku i jego otoczeniu, inwestor jest zobowiązany do posiadania:

- kompletnej dokumentacji konserwatorskiej określającej stan techniczny zabytku wraz z możliwościami jego adaptacji, z uwzględnieniem historycznej funkcji i wartości tego zabytku,

²³ Ustawa z dnia 7 lipca 1994 r. Prawo budowlane (Dz.U. nr 89 poz. 414 ze zm.), art. 7 oraz art. 9, ust. 1.

²⁴ Ustawa o ochronie zabytków..., op. cit., art. 27.

²⁵ K. Zeidler: *Prawo ochrony dziedzictwa kultury*. Wolters Kluwer, Warszawa 2007, s. 164.

- uzgodnionego z wojewódzkim konserwatorem zabytków programu prac konserwatorskich, określającego zakres i sposób ich prowadzenia oraz wskazującego niezbędne do zastosowania materiały i technologie,
- ustalonego z wojewódzkim konserwatorem zabytków programu zagospodarowania zabytku wraz z otoczeniem oraz dalszego korzystania z zabytku²⁶.

Uzyskanie szeregu pozwoleń na wszelkie prace przy zabytku oraz obowiązków²⁷ narzucane przez ustawę na właściciela zabytku sprawiają, że swoboda w podejmowaniu decyzji przez inwestora jest mocno ograniczona. Konsultacji z konserwatorem zabytków wymaga wiele postanowień, co jest przyczyną oddalania terminu zakończenia inwestycji oraz zwiększonego poziomu kosztów przedsięwzięcia.

Zagospodarowanie nieruchomości historycznych jest zadaniem trudnym, gdyż zdarza się często, iż nie wytrzymują one różnych form eksploatacji o charakterze np. rolniczym, podczas której funkcje mieszkalne zabytku zamieniane są na funkcje produkcyjne, np. zabytkowy budynek przeznacza się na magazyn nawozów sztucznych. Zabytki powinny zatem pełnić funkcje maksymalnie zbliżone do ich pierwotnego przeznaczenia²⁸.

Specyfika materiałów i technologii wykorzystywanych przy pracach budowlanych na zabytkach sprawia, że koszty związane z adaptacją nieruchomości zabytkowych są znacznie wyższe niż w przypadku typowych projektów nieruchomościowych²⁹. Ponadto prawdopodobieństwo wystąpienia dodatkowych kosztów związanych z prowadzeniem prac remontowych w budynkach wiekowych jest również wyższe. Nierzadko odkrycie malowideł pod warstwami tynku, zabytków archeologicznych lub pojawienie się typowych dla starych budynków zagrożeń w postaci grzyba czy pleśni wymusiło na inwestorach poszukania dodatkowych źródeł finansowania. Wysoka kapitałochłonność inwestycji w nieruchomości zabytkowe może odstraszać mniej zamożnych inwestorów.

²⁶ Ustawa o ochronie zabytków..., op. cit., art. 25.

²⁷ Szczegółowe wyliczenie powyższych obowiązków zawierają art. 5 i art. 36 ustawy o ochronie zabytków i opiece nad zabytkami.

²⁸ T. Drozdowska, T.J. Jaworski. *Vademecum właściciela i użytkownika zabytku. Prawna i organizacyjna problematyka użytkowania zabytków nieruchomych*. Główny Konserwator Zabytków, Warszawa 1997, s. 23.

²⁹ I. Szpala, T. Urzykowski: *Polityczna weryfikacja zabytków*. „Gazeta Wyborcza” z dnia 23 kwietnia 2009, www.gazeta.pl.

Wysokie koszty remontów i utrzymania nieruchomości zabytkowych, ograniczenie swobody w dysponowaniu zabytkiem, a także obowiązki właścicieli względem konserwatora zabytków i wysoki stopień zbiurokratyzowania wszelkich procedur związanych z użytkowaniem nieruchomości wpisanej do rejestru zabytków sprawia, że płynność obiektów historycznych jest bardzo niska – wycofanie się z inwestycji może się okazać procesem długotrwałym.

Jak wynika z danych tabeli 1 potrzeby remontowe większości zabytków w Polsce są wysokie. 47,6% nieruchomości zabytkowych wymaga remontu zabezpieczającego lub kapitalnego, a jedynie 10,2% nie wymaga żadnych napraw. Informacje zawarte w tabeli potwierdzają tezę o wysokiej kapitałochłonności inwestycji w nieruchomości zabytkowe.

Tabela 1

Potrzeby prac remontowo-konserwatorskich przy zabytkach
nieruchomych* (stan na dzień 31 grudnia 2007)

Województwo	Nie- wymagające napraw	Udział [%]	Drobne naprawy	Udział [%]	Remont zabezpie- czający	Udział [%]	Remont kapitalny	Udział [%]
dolnośląskie	461,0	7,5	2396,0	38,9	1220,0	19,8	2077,0	33,8
kujawsko- pomorskie	282,0	12,2	809,0	34,9	650,0	28,1	576,0	24,9
lubelskie	440,0	14,7	1579,0	52,8	323,0	10,8	650,0	21,7
lubuskie	133,0	3,7	1963,0	55,2	464,0	13,1	994,0	28,0
łódzkie	236,0	11,2	709,0	33,7	557,0	26,4	604,0	28,7
małopolskie	369,0	9,6	1488,0	38,7	1087,0	28,3	897,0	23,4
mazowieckie	445,0	11,5	1550,0	39,9	848,0	21,9	1038,0	26,7
opolskie	33,0	1,6	902,0	43,0	133,0	6,3	1029,0	49,1
podkarpackie	360,0	12,6	1461,0	51,2	434,0	15,2	600,0	21,0
podlaskie	232,0	13,2	779,0	44,2	311,0	17,7	440,0	25,0
pomorskie	365,0	14,1	1029,0	39,9	427,0	16,5	760,0	29,4
śląskie	255,0	8,6	1203,0	40,8	517,0	17,5	973,0	33,0
świętokrzyskie	159,0	15,8	428,0	42,4	263,0	26,1	159,0	15,8
Warmińsko- mazurskie	360,0	10,7	1467,0	43,7	881,0	26,2	651,0	19,4
wielkopolskie	625,0	12,7	1830,0	37,1	1656,0	33,5	828,0	16,8
Zachodnio- pomorskie	128,0	7,5	605,0	35,3	487,0	28,4	492,0	28,7
RAZEM	4883,0	10,2	20198,0	42,0	10258,0	21,3	12768,0	26,5

* Z wyłączeniem zabytków wielkoobszarowych, archeologicznych, przeniesionych do skansenów oraz nieistniejących.

Źródło: Na podstawie: *Raport na temat funkcjonowania systemu ochrony dziedzictwa kulturowego w Polsce po roku 1989*. Red. J. Purchla. Międzynarodowe Centrum Kultury, Kraków 2008, s. 86.

6. Złożoność wyceny nieruchomości zabytkowych

Zagadnieniem związanym z każdą inwestycją nieruchomościową jest wycena nieruchomości, a szacowanie wartości zabytków, jak wspomniano wcześniej, jest zadaniem trudnym. Obrót tymi nieruchomościami jest niewielki i w dodatku praktycznie każda transakcja dotyczy zupełnie odmiennej nieruchomości. Zróżnicowanie nieruchomości pod względem formy, funkcji, stylu architektonicznego, okresu powstania itp. narzuca indywidualne i wnikliwe podejście do każdej wyceny³⁰.

Wycena nieruchomości zabytkowych wymaga fachowej wiedzy z zakresu nie tylko ekonomii, szczególnie gospodarki nieruchomościami, ale także historii, sztuki, kultury i architektury, niezbędny jest odpowiedni balans pomiędzy wartością techniczną, użytkową, architektoniczną i historyczną zabytku. Precyzja takiej wyceny nie zawsze osiąga zadowalający poziom, przez co ryzyko inwestycyjne znacznie wzrasta.

Inwestowanie w nieruchomości zabytkowe jest niewątpliwie pełne zalet. Abstrahując od prestiżu posiadania zabytku i wszelkich korzyści materialnych, wiąże się ono ze współuczestniczeniem w procesie ratowania dziedzictwa narodowego. Wraz z rozwojem społeczeństwa i jego bogaceniem się, coraz większą uwagę poświęca się właśnie zagadnieniom związanym z „ocalaniem historii”. Niestety, droga do ratowania dziedzictwa jest pełna ograniczeń i przeszkód narzuconych przez polskie prawo. Pojawia się wiele głosów sprzeciwu i polemik związanych z surowością prawa związanego z gospodarowaniem nieruchomościami zabytkowymi.

7. Kierunki adaptacji nieruchomości zabytkowych

Kierunek zagospodarowania nieruchomości historycznych jest zdeterminowany kilkoma czynnikami, z czego najważniejsze to:

- a) zalecenia konserwatorskie,
- b) możliwości techniczne,
- c) opinia społeczna.

³⁰ M. Zygmunt: *Wycena nieruchomości zabytkowych*. „Nieruchomość” 1999, nr 3.

O ile to możliwe, zabytek powinien być zaadaptowany zgodnie z jego historycznym przeznaczeniem lub gdy nie jest to możliwe, jego nowe przeznaczenie powinno pozostawać w zgodzie z celami ochronnymi. Zagospodarowanie nieruchomości zabytkowych (na cele użytkowe) ma duże znaczenie dla sprawowania nad nimi właściwej opieki, a tym samym dla trwałego zachowania ich wartości. Zabytek nieużytkowany popada w ruinę i częstokroć jest skazany na całkowite zniszczenie³¹. Stąd też troska konserwatora o właściwie dobraną nową funkcję zabytku.

Konstrukcja budynku, użyte materiały, stan techniczny, warunki gruntowe oraz zastrzeżenia wynikające z ochrony konserwatorskiej, co do ingerencji w substancję obiektu, jak również ograniczenia środowiskowe wyznaczają możliwości adaptacyjne zabytku. Proces inwestycyjno-budowlany przeprowadzany na obiektach historycznych jest dużo bardziej złożony i kosztowny, aniżeli na nieruchomościach niebędących zabytkami.

Niezależnie od tego, czy inwestor ma charakter publiczny, czy prywatny, to w przypadku inwestycji w nieruchomości zabytkowe czynnik ludzki posiada duże znaczenie. Akceptacja społeczna dla nowej funkcji zabytku jest niezbędna, aby proces inwestycyjny mógł zostać przeprowadzony³² – dotyczy to głównie obiektów o dużej wartości historycznej lub sentymentalnej dla społeczności lokalnych.

Inwestowanie w nieruchomości zabytkowe jest procesem, którego ramy, w bardzo sztywny sposób, są wyznaczane przez właściwe przepisy ustaw i służby konserwatorskie. Przedsięwzięcie inwestycyjne w zabytki zazwyczaj obejmuje:

- procesy techniczne (mające dzięki robotom budowlanym doprowadzić do usunięcia braków konstrukcyjnych i modernizacji wyposażenia technicznego budynków i związanych z nimi infrastruktury),
- adaptację funkcjonalną (mającą doprowadzić do wyznaczenia zabytkom współczesnych funkcji uwzględniających wymóg poszanowania zagospodarowywanego na nowo dziedzictwa),
- rewaloryzację architektoniczną (mającą umożliwić pełne wydobycie lub wzbogacenie jakości zabytkowej architektury),

³¹ A. Soldani, D. Jankowski: *Zabytki. Ochrona i opieka. Praktyczny komentarz do nowej ustawy ZCO*, Zielona Góra 2004, za: K. Zeidler: *Prawo ochrony...*, op. cit., s. 167.

³² Por. A. Wojownik-Filipkowska: Op. cit. s. 9.

- rewaloryzację przestrzenną i środowiskową (polegającą na odpowiednim zagospodarowaniu terenu zabytkowego i jego otoczenia, usunięciu barier i obiektów niepożądanych)³³.

Podsumowanie

Służby konserwatorskie i władze lokalne nie radzą sobie w dostateczny sposób z ochroną nieruchomości zabytkowych. Dziedzictwo kulturowe wciąż nie jest traktowane z należytą uwagą i zaangażowaniem. Brakuje konkretnych i zdecydowanych działań przyczynia się do wciąż pogarszającego się stanu wielu zabytków. Przyczyn obecnego stanu, należy upatrywać w:

- braku wystarczających środków finansowych przeznaczonych na ochronę zabytków,
- braku właściwego otoczenia organizacyjnego (słabość władz lokalnych i służb konserwatorskich) i przede wszystkim prawnego,
- niskiej świadomości społeczeństwa dotyczącej dziedzictwa kulturowego, wynikającej między innymi z niedostatecznej promocji zabytków.

Sygnalizowany brak środków finansowych wymusza na władzach lokalnych współpracę z sektorem prywatnym. Inwestowanie w zabytki powinno być wspólnym projektem podmiotów prywatnych i władz lokalnych. Rozwiązanie optymalne, zdaniem autora, może mieć następującą postać:

- strona prywatna pełni funkcję kapitałodawcy, zapewniając zaplecze ekonomiczne i stanowiąc głównego beneficjenta korzyści finansowych,
- władze lokalne planują i koordynują wszelkie działania związane z procesem inwestycyjnym oraz czerpią profity w sferze społecznej (np. spadek bezrobocia, ożywienie gospodarcze okolicy) i ochrony dziedzictwa kulturowego (np. uratowanie przed zniszczeniem substancji zabytku, promocja historii regionu).

³³ S. Belniak: *Rewitalizacja nieruchomości w procesie odnowy miast*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Kraków 2009, s. 135.

SPECIFICITY OF INVESTMENT IN HISTORICAL REAL ESTATES**Summary**

Investing in historical real estates continuously becomes more and more popular. Individuals and companies perceive large potential in such real estates because of their historical and architectural values, prestige of ownership and in many cases excellent localization. The aim of the article is to present specificity, advantages, and disadvantages of historical real estate investment.

Informacja o Katedrze Inwestycji i Nieruchomości

Badania naukowe i działalność dydaktyczna w obszarze inwestycji były prowadzone już od lat 50. ubiegłego wieku w ówczesnej Wyższej Szkole Ekonomicznej, a od roku akademickiego 1971/1972 w utworzonym wtedy samodzielny Zakładzie Ekonomiki Budownictwa. Rozwój tej jednostki na przestrzeni lat doprowadził do powstania w 1992 r. Katedry Inwestycji, której nazwę zmieniono w roku 2009 na Katedrę Inwestycji i Nieruchomości.

Samodzielną kadrę Katedry stanowią prof. zw. dr hab. Halina Henzel, która pełniła funkcję kierownika katedry w latach 1992-2009, oraz prof. zw. dr hab. Krzysztof Marcinek, kierujący katedrą od 2009 r. W katedrze pracuje 13 osób ze stopniem naukowym doktora oraz 2 z tytułem zawodowym magistra.

Działalność badawcza katedry, koncentrująca się do początków lat 90. ubiegłego wieku na problematyce inwestycji rzeczowych, a w szczególności na ocenie, ryzyku oraz finansowaniu projektów inwestycyjnych, była stopniowo rozszerzana o zagadnienia inwestowania na rynku kapitałowym. Kolejnym nurtem badań, zapoczątkowanym w drugiej połowie lat 90., jest problematyka nieruchomości, w tym wycena nieruchomości, rynek nieruchomości oraz zarządzanie nieruchomościami. Ukoronowaniem prac w tym obszarze było uruchomienie specjalności Gospodarowanie nieruchomościami.

Katedra współpracuje z wieloma ośrodkami akademickimi w kraju oraz zagranicą (m.in. z Uniwersytetem w Lucernie). Pracownicy Katedry pełnią natomiast ważne funkcje organizacyjne w krajowych i zagranicznych organizacjach naukowych (m.in. w PTE, TNOiK, Stowarzyszeniu Project Management Polska, Związku Techników i Inżynierów Budownictwa, Institute of Risk Management, Project Management Institute), jak również zawodowych.