

INWESTYCJE I NIERUCHOMOŚCI

– WYBRANE ZAGADNIENIA

Studia Ekonomiczne

ZESZYTY NAUKOWE

WYDZIAŁOWE

UNIWERSYTETU EKONOMICZNEGO

W KATOWICACH

INWESTYCJE I NIERUCHOMOŚCI

– WYBRANE ZAGADNIENIA

Redaktor naukowy
Krzysztof Marcinek



Katowice 2012

Komitet Redakcyjny

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

Komitet Redakcyjny Wydziału Finansów i Ubezpieczeń

Halina Buk (redaktor naczelny), Anna Kuzior (sekretarz),
Anna Kostur, Gabriela Łukasik, Artur Walasik

Rada Programowa

Lorenzo Fattorini, Mario Glowik, Gwo-Hsiung Tzenga,
Zdeněk Mikoláš, Marian Noga, Bronisław Micherda, Miłoś Král

Recenzent

Włodzimierz Karaszewski

Redaktor

Patrycja Keller

Skład

Krzysztof Słaboń

© Copyright by Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach 2012

ISBN 978-83-7246-797-3

ISSN 2083-8611

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. 32 257-76-30, fax 32 257-76-43
www.ue.katowice.pl, e-mail: wydawnictwo@ue.katowice.pl

SPIS TREŚCI

WSTĘP	7
Jan Czempas: ZASTOSOWANIE MIERNIKA ROZWOJU DO OCENY MOŻLIWOŚCI INWESTOWANIA MIAST NA PRAWACH POWIATU WOJEWÓDZTWA ŚLĄSKIEGO.....	9
Summary	25
Monika Foltyn-Zarychta: METODA WYCENY WARUNKOWEJ W OCENIE EFEKTYWNOŚCI PROJEKTÓW INWESTYCYJNYCH	37
Summary	56
Rafał Buła: O WYCENIE OBLIGACJI Z RÓŻNĄ CZĘSTOŚCIĄ WYPŁATY ODSETEK	57
Summary	73
Jacek Kuczowicz: ZARZĄDZANIE WARTOŚCIĄ BIZNESU W DZIAŁALNOŚCI MAŁEGO PRZEDSIĘBIORSTWA	75
Summary	91
Karina Kuczowicz: INWESTYCJE PRZEDSIĘBIORSTW W NIERUCHOMOŚCI I ICH FINANSOWANIE KREDYTEM W LATACH 2005-2009	93
Summary	109
Bartłomiej Jabłoński: MODEL POLITYKI DYWIDENDOWEJ NA TŁE POLITYKI DYWIDENDOWEJ SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE	111
Summary	125
Jan Konowalczyk: RYZYKO WYWŁASZCZENIA NIERUCHOMOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW	127
Summary	146

Katarzyna Śmietana: MODEL DZIAŁALNOŚCI DEWELOPERSKIEJ W POLSCE – ANALIZA STATUSU SPÓŁEK GIEŁDOWYCH UCZESTNIKÓW INDEKSU WIG-DEWELOPERZY	147
Summary	161
Krzysztof Marcinek: SPOŁECZNIE ODPOWIEDZIALNE INWESTOWANIE NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI	163
Summary	185
Tomasz Ramian: PROBLEMATYKA ZUŻYCIA W WYCENIE SPECJALISTYCZNYCH NIERUCHOMOŚCI PRZEMYSŁOWYCH	187
Summary	198
Elżbieta Zagórska: SPOŁECZNO-EKONOMICZNE KONSEKWENCJE PROCESU REWITALIZACJI	199
Summary	206
WSPOMNIENIE O PROFESORZE HENRYKU WALICY	207

WSTĘP

Niniejsze Studia Ekonomiczne są kolejną publikacją pracowników Katedry Inwestycji i Nieruchomości, prezentującą rezultaty prowadzonych w ostatnich latach prac studialnych, jak i badań naukowych o charakterze empirycznym. Przedmiotem 11 artykułów są rzadko podejmowane w polskiej literaturze, a tym samym wymagające naukowego rozpoznania, specjalistyczne zagadnienia należące do obszaru inwestycji rzeczowych i finansowych oraz nieruchomości.

Wśród rozległych tematów artykułów można znaleźć kwestie dotyczące oceny projektów inwestycyjnych przy zastosowaniu różnych metod i narzędzi czy też sposobów wyceny instrumentów finansowych wraz z propozycją ich modyfikacji. Wiele z nich jest poświęconych inwestowaniu na szczeblu przedsiębiorstw (krytycznej analizie zasadności stosowania zarządzania przez wartość w małych przedsiębiorstwach, badaniom nad dynamiką inwestycji oraz ich finansowaniu kredytem, problematyce polityki dywidendowej spółek oraz identyfikacji ryzyka wywłaszczeniowego nieruchomości przedsiębiorstw wraz ze stosowanymi w tych zakresach narzędziami metodycznymi i propozycjami ich zmian, a także modelom działalności deweloperskiej). Godnymi uwagi problemami są również rozwój tzw. inwestycji społecznie odpowiedzialnych, rewitalizacja miast (wraz z negatywnym zjawiskiem jej towarzyszącym – gentryfikacją), a także kwestia wartości nieruchomości i jej oszacowania.

Zamieszczone w niniejszym opracowaniu artykuły zawierają zagadnienia będące przedmiotem aktualnych zainteresowań poszczególnych pracowników Katedry. Ich duże zróżnicowanie tematyczne wskazuje na rozległość przedmiotową oraz wielowątkowość samej problematyki inwestowania i nieruchomości, a także na jej powiązania z innymi dyscyplinami nauk.

Mam nadzieję, że prezentowane artykuły wzbudzą zainteresowanie i pozwolą – choć w bardzo drobnej mierze – lepiej poznać obszar wiedzy o inwestowaniu i nieruchomościach, który cieszy się coraz większym zainteresowaniem, a równocześnie charakteryzuje się szybkim postępem teoretycznym i metodologicznym.

Krzysztof Marcinek

ZASTOSOWANIE MIERNIKA ROZWOJU DO OCENY MOŻLIWOŚCI INWESTOWANIA MIAST NA PRAWACH POWIATU WOJEWÓDZTWA ŚLĄSKIEGO

Wprowadzenie

Ostatnie lata to okres niewątpliwego skracania dystansu cywilizacyjnego dzielącego nasz kraj od państw wysoko rozwiniętych. Dużą w tym zasługą odra-
dzającego się samorządu terytorialnego i inwestycji stymulowanych przez tę
część sektora publicznego. Inwestowanie staje się koniecznością i elementarnym
wymogiem reprodukcji rozszerzonej. Długoletni działacz samorządowy A. Po-
rawski podał w 2011 r. ważne liczby ilustrujące skalę samorządowego inwesto-
wania: „Zakres polskiej decentralizacji powoduje, że w sektorze publicznym to
samorząd jest głównym gospodarzem państwa: wydatki majątkowe samorządów
w dwóch ostatnich latach sięgają 45 mld zł rocznie, podczas gdy budżet państwa
inwestuje zaledwie 15 mld zł rocznie (trzeba pamiętać, że inwestują ponadto
spółki samorządowe). Łączne wydatki majątkowe budżetów JST w latach 1999-
2010 wyniosły 270 mld zł, podczas gdy budżet państwa w tym samym okresie
zainwestował tylko 115 mld zł”.¹ Udział inwestycji samorządowych w PKB jest
w Polsce najwyższy w całej Unii Europejskiej i przekracza 3%, co częściowo
jest efektem napływu funduszy europejskich, które współfinansują większość
inwestycji².

Celem badania była ocena, jak zmienia się sytuacja dochodowa i skłonność
do ponoszenia nakładów inwestycyjnych 19 miast-gmin o statusie powiatów
grodzkich województwa śląskiego w latach 2004-2010, gdy te dwie zmienne
potraktuje się jako ważne kryteria oceny możliwości rozwoju tych gmin. Sytu-
ację dochodową autor proponuje mierzyć osiąganym poziomem dochodów wła-
snych, a skłonność do inwestowania poziomem wydatków majątkowych – są
one empirycznym obrazem zrealizowanej, a więc efektywnej ich skłonności do

¹ A. Porawski: Jaki jest prawdziwy obraz polskiego samorządu. „Rzeczpospolita” z 17 maja 2011.

² M. Stańczuk, I. Morawski: Zielone parki i nowoczesne finanse. „Rzeczpospolita” z 11 marca 2011.

inwestowania³. Obydwie zmienne są wyrażone w wielkościach przeliczonych na głowę mieszkańca. Dane pochodzą z ewidencji prowadzonej przez Regionalną Izbę Obrachunkową w Katowicach.

Przez skłonność gmin do inwestowania należy rozumieć zjawisko polegające na celowym odkładaniu przez gminne organy stanowiące, jakimi są rady, i przez zarządy – w osobach wójta, burmistrza lub prezydenta – bieżącej konsumpcji, w tym zbiorowej, w celu powiększenia zasobów gminy w przyszłości. Skłonności rozstrzygają o funkcji celu⁴. Powiększenie przyszłych zasobów będzie zatem równocześnie celem i korzyścią uzyskaną przez wspólnotę lokalną. Skłonność do inwestowania będzie tym większa im większa będzie oczekiwana korzyść wspólnoty z odłożenia lub zaniechania bieżącej konsumpcji⁵.

Przez skłonność gmin do inwestowania rozumieć należy zjawisko polegające na powiększaniu jej trwałych zasobów materialnych. 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. Najważniejszymi czynnikami przesądzającymi o poziomie tej skłonności stają się możliwości finansowe oraz cele stawiane przez mieszkańców. Możliwości inwestycyjne samorządów oraz zakres realizowanych przez nie zadań są bardzo silnie zróżnicowane.

1. Statystyczna wielowymiarowa analiza porównawcza – cele, systematyka, etapy postępowania

Próba oceny przestrzennego zróżnicowania sytuacji dochodowej gmin, jako ważnego czynnika determinującego możliwości inwestycyjne miast wraz z ich skłonnością do inwestowania jako dwóch ważnych czynników rozwoju, jest nierozłącznie związana z analizą porównawczą. Ocenie funkcjonowania jedno-

³ Można porównać procedurę doboru zmiennych w opracowaniu M. Salamangi: Statystyczna analiza skłonności do oszczędzania w gospodarstwach domowych w Polsce. W: Statystyka w praktyce społeczno-gospodarczej. Red. J. Kolonko i W. Gamrot. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2009. Interesujące propozycje dotyczące wyboru zmiennych odwołujących się do wydatkowej i dochodowej strony budżetów samorządowych przy ocenie ich kondycji finansowej zaproponował T. Skica (Wykorzystanie struktury budżetu gminy w ocenie potencjału jednostki samorządu terytorialnego. „Samorząd Terytorialny” 2011, nr 3, s. 43).

⁴ J. Hozer: Matematyczno-ekonomiczne modele funkcjonowania gospodarki. Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2004, s. 214.

⁵ Por. A. Drobnik: Zastosowanie analizy kosztów i korzyści w ocenie projektów publicznych. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2002, s. 65; M. Foltyn-Zarychta: Metodyczne aspekty wykorzystania kategorii skłonności do zapłaty oraz skłonności do przyjęcia rekompensaty w wycenie dóbr publicznych. W: Finanse – kierunki badań. II Forum Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2006, s. 66.

stek społeczno-gospodarczych zawsze towarzyszy ich porównanie z innymi obiektami. Czasami jest to porównanie „między sobą” obiektów tworzących określony system, czasami określenie relacji między stanami wyróżnionego obiektu w różnych okresach, a czasami odniesienie do obiektów realnie nieistniejących, uznawanych jako pewien wzorzec⁶. Współrzędne obiektu uznawane go za wzorzec można określić na podstawie oceny ekspertów, ogólnie przyjętych norm lub na podstawie danych empirycznych⁷.

Wielowymiarową analizę porównawczą (WAP)⁸ uznaje się za metodę zajmującą się wykrywaniem prawidłowości w zbiorowościach statystycznych, których jednostki są opisane przez stosunkowo liczny zespół zmiennych. Jednym z zadań WAP jest porównywanie i porządkowanie obiektów wielocechowych, w tym odnajdywanie obiektu pierwszego (najlepszego) i ostatniego (najgorszego)⁹.

Punktem wyjścia wielowymiarowej analizy porównawczej staje się zbudowanie macierzy obserwacji o badanych obiektach o wymiarach $n \times k$. Poszczególne elementy x_{ij} tej macierzy oznaczają realizację j -tej cechy w i -tym obiekcie.

Spośród zagadnień, jakie mogą być analizowane z wykorzystaniem WAP-u w niniejszym artykule zostaną przedstawione te, których efektem jest:

- klasyfikacja obserwacji, czyli wyodrębnienie homogenicznych grup typologicznych wraz z oceną zgodności klasyfikacji,
- porządkowanie liniowe.

⁶ E. Nowak: Badania procesów społeczno-ekonomicznych z zastosowaniem metod statystycznej analizy porównawczej. W: *Rozwój metodologii badań statystycznych w Polsce*. Biblioteka Wiadomości Statystycznych, tom 44, GUS, Warszawa 1995, s. 101.

⁷ R. Warżała: Taksonomiczna analiza lokalizacji bezpośrednich inwestycji zagranicznych. „Wiadomości Statystyczne” 2006, nr 4.

⁸ Inne, spotykane w piśmiennictwie, nazwy wielowymiarowej analizy porównawczej to: taksonomia, statystyczna analiza wielowymiarowa, metody analizy danych, teoria rozpoznawania obrazów, analiza skupień, teoria grupowania obiektów wielocechowych; por. K. Zając: Stan i rozwój metod taksonomicznych. W: *Rozwój metodologii badań statystycznych w Polsce*. Biblioteka Wiadomości Statystycznych, tom 44, GUS, Warszawa 1995, s. 69. Temat mnogości nazw, które funkcjonują w obiegu naukowym na określenie metod i technik podziału zbioru obiektów wielocechowych na mniej lub bardziej homogeniczne podzbiory oraz licznych nieporozumień związanych z taksonometrią omawiał Z. Hellwig w artykule: Taksonometria ekonomiczna, jej osiągnięcia, zadania i cele. W: *Taksonomia – teoria i jej zastosowania*, Materiały z konferencji naukowej, Mogilany, 27-28.09.1989 r., Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 1990, s. 7-11; E. Gatnar: Statystyczne model struktury przyczynowej zjawisk ekonomicznych. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2003; *Metody statystycznej analizy wielowymiarowej w badaniach marketingowych*. Red. E. Gatnar, M. Walesiak. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 2004.

⁸ E. Nowak: *Metody taksonomiczne w klasyfikacji obiektów społeczno-ekonomicznych*. PWE, Warszawa 1990.

⁹ Por. Z. Hellwig: Stabilność i odporność struktur taksonomicznych. W: *Taksonomia*. Zeszyt nr 2, Sekcja Klasyfikacji i Analizy Danych Polskiego Towarzystwa Statystycznego, Jelenia Góra – Wrocław – Kraków 1995, s. 12.

Autorzy prowadzący badania wykorzystujące metody taksonomiczne wyodrębniają następujące etapy:

1. Sformułowanie celu analizy (wstępnych hipotez badawczych).
2. Określenie zakresu merytorycznego, terytorialnego i czasowego badań, a w szczególności wyspecyfikowanie elementów zbioru obiektów oraz zbioru cech wyjściowych.
3. Zebranie kompletnych, aktualnych, istotnych i wiarygodnych danych statystycznych.
4. Analiza statystyczna danych wejściowych.
5. Dobór optymalnego podzbioru zmiennych diagnostycznych.
6. Porządkowanie i grupowanie obiektów w przestrzeni cech.
7. Analiza i interpretacja wyników, sformułowanie wniosków końcowych¹⁰.

Procedura postępowania z materiałem empirycznym będzie przebiegać według tych wyszczególnionych etapów. W badaniach autora przedmiotem klasyfikacji są gminy oraz jednostki czasu. Przestrzeń klasyfikacji – dwuwymiarową – będą tworzyły zmienne charakteryzujące sytuację dochodową gmin oraz poziom wydatków majątkowych (cechy diagnostyczne)¹¹.

W. Sobczak i M. Malina piszą, że przez pojęcie cech należy rozumieć istotne i reprezentatywne charakterystyki obiektów lub ich odwzorowanie w postaci liczb, formuł, opisów, rysunków, symboli i innych abstrakcyjnych charakterystyk¹². Dobór cech obiektu, na podstawie których ma być przeprowadzona klasyfikacja, musi być podporządkowany celowi, jakiemu będzie ona służyć. Diagnostyczność przyjętych cech warunkuje uchwycenie rzeczywistych relacji występujących między elementami, a każde uporządkowanie ulega zmianie w zależności od przyjętego zespołu cech (własności)¹³.

¹⁰ Taksonomiczna analiza przestrzennego zróżnicowania poziomu życia w Polsce w ujęciu dynamicznym. Red. A. Zeliaś. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 2000, s. 222.

¹¹ Wyjaśnienie oraz opis zjawisk i procesów gospodarczych posiadających aspekt przestrzenny za pomocą metod ekonometrycznych niektórzy autorzy traktują jako przedmiot odrębnej gałęzi nauki, która byłaby połączeniem teorii ekonomii, matematyki, statystyki matematycznej i geografii. J.H.P. Paelinck nazwał ją ekonometrią przestrzenną (por. Ekonometria przestrzenna. Red. A. Zeliaś). PWE, Warszawa 1991, s. 11).

¹² W. Sobczak, M. Malina: Metody selekcji informacji. Wydawnictwa Naukowo-Techniczne, Warszawa 1978, s. 8

¹³ J. Steczkowski, A. Zeliaś: Statystyczne metody analizy cech jakościowych. PWE, Warszawa 1981, s. 25. Problematyką diagnostyczności cech zajmowali się również K. Szymanowicz, M. Woźniak, Z. Ziolo w artykule: Diagnostyczność cech w wielowymiarowej analizie porównawczej. W: Klasyfikacja i analiza danych. Teoria i zastosowania. Taksonomia. Zeszyt 5, Sekcja Klasyfikacji i Analizy Danych Polskiego Towarzystwa Statystycznego, Jelenia Góra – Łódź – Wrocław 1998, s. 136; T. Grabiński: Metody taksonometrii. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 1992.

A. Zeliaś przez klasyfikację rozumie podział danego zbioru obiektów na rozłączne i jednorodne podzbiory złożone z obiektów o zbliżonym poziomie wartości zmiennych¹⁴. Dobór zmiennych diagnostycznych może mieć charakter formalny lub merytoryczny. W badaniach autora do oceny sytuacji dochodowej gmin i skłonności do inwestowania cechy zostały dobrane według kryterium przydatności merytorycznej. Wobec doboru merytorycznego zmiennych oczekuje się:

- ujmowania koniecznych i istotnych, a nie marginalnych właściwości analizowanych zjawisk,
- jasnego, jednoznacznego i ścisłego zdefiniowania oraz opisu logicznych wzajemnych powiązań,
- umożliwienia wzajemnej kontroli poprzez znajomość statystycznych i merytorycznych związków między zmiennymi,
- uwzględnianie tylko wspólnych dla wszystkich obiektów właściwości i unikanie specyficznych, dotyczących tylko niektórych obiektów,
- zapewnienie zgodności proporcji między liczbą zmiennych reprezentujących dany aspekt badanych zjawisk a ich znaczeniem merytorycznym¹⁵.

Punktem wyjścia do badań autora jest dobór merytoryczny w ścisłym tego słowa znaczeniu¹⁶. Taki dobór wyklucza jednak eliminowanie z listy zmiennych opisujących zjawisko złożone tych, które są mocno ze sobą skorelowane¹⁷. Skorelowanie zmiennych jest bowiem w sprzeczności z podstawowym postulatem uwzględnianym w zagadnieniach klasyfikacji i porządkowania liniowego zbioru obiektów – wyboru zestawu zmiennych wzajemnie niezależnych, a zależnych jedynie od zmiennych niewchodzących do wybranego zestawu. Dwie podstawowe zmienne, które posłużyły autorowi do oceny potencjału rozwojowego gminy: przeliczone na głowę mieszkańca wydatki majątkowe oraz przeliczone na głowę dochody własne, są ze sobą powiązane (skorelowane) w umiarkowanym stopniu. Można bez trudu się przekonać, że współczynniki korelacji Pearsona były w badanych latach równe od 0,45 (w 2007 r.) do 0,78 (w 2005 r.).

Zdaniem autora podstawową wielkością determinującą potencjalne możliwości rozwoju są dochody własne. Taka bazowa zmienna diagnostyczna jak dochody własne jest znacznie lepsza do opisu interesującego nas zjawiska niż

¹⁴ A. Zeliaś: Proste metody oceny ważności zmiennych diagnostycznych. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 1994, s. 5-14

¹⁵ T. Grabiński: Metody taksonometrii. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 1992, s. 43 oraz M. Sobczyk: Syntetyczny miernik w badaniach przestrzennego zróżnicowania popytu na usługi. „Wiadomości Statystyczne” 1998, nr 8, s. 87.

¹⁶ Por.: M. Walesiak: Metody analizy danych marketingowych. Wydawnictwa Naukowe PWN, Warszawa 1996, s. 23.

¹⁷ K. Kukula określa zjawisko złożone jako abstrakcyjny twór obrazujący stan jakościowo niemierzalny rzeczywistych obiektów opisywany przez pewną liczbę (większą od jeden) zmiennych diagnostycznych (K. Kukula: Metody unitaryzacji zerowanej. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000).

dochody ogółem, które są ściśle powiązane z zakresem zadań realizowanych przez gminy – nie tylko zadań własnych, ale także zleconych i powierzonych, na których realizację gmina uzyskuje środki w formie subwencji lub dotacji z budżetu państwa bądź też z funduszy celowych lub zagranicznych. Przy znacznym zróżnicowaniu zakresu zadań realizowanych przez gminy, a tak jest np. między gminami typowo wiejskimi i gminami wielkomijskimi, realizującymi również zadania ponadlokalne czy nawet metropolitalne – porównywalność wielkości przypadających na głowę mieszkańca w tych dwóch kategoriach gmin jest mocno ograniczona. To dochody własne w znacznej mierze odzwierciedlają proro-zwojową wartość lokalnych zasobów i politykę władz gminy, albowiem – jak pisze W. Roszkowski – „[...] to [władze] z rozmysłem stosując ulgi, umorzenia, zwolnienia, zaniechania oraz obniżenia górnych stawek podatków, a także po-przez sprzedaż majątku, decydują o poziomie wpływów budżetowych”¹⁸.

Z wielu badań przeprowadzonych przez autora wynika, że dochody własne odzwierciedlają nie tylko stopień samowystarczalności, potencjał gospodarczy, lokalne źródła zamożności, lecz również stopień skłonności do inwestowania¹⁹. Dochody własne są też najbardziej stabilnym elementem budżetu, pozwalającym gminie uniezależnić się finansowo od środków pozabudżetowych lub od takich czynników zewnętrznych, jak choćby ogólnokrajowa koniunktura gospodarcza czy polityczna. Należy również zauważyć, że dochody własne są tym rodzajem zasilen budżetów gmin, który oprócz względnej odporności na niestabilność systemu ich finansowania, jest również dość odporny na zmiany metodologiczno-organizacyjne, zmiany sprawozdawczości i stale poszerzany zakres zadań realizowanych przez gminy.

¹⁸ W. Roszkowski: Najlepsze gminy. „Wspólnota” 1998, nr 47(454).

¹⁹ Sytuacja dochodowa gmin województwa warszawskiego. Próba oceny w oparciu o miernik rozwoju. „Wiadomości Statystyczne” 1998, nr 10; Przestrzenne zróżnicowanie budżetów gmin według województw w latach 1992-1996. „Finanse Komunalne” 1998, nr 4; Czynniki różnicujące inwestycje w gminach województwa katowickiego. „Wiadomości Statystyczne” 1998, nr 11; Ranking gmin według syntetycznych mierników rozwoju. „Finanse Komunalne” 1996, nr 3; Skłonność do inwestowania w gminach województwa katowickiego w latach 1992-1996. W: Teoria i praktyka procesów inwestycyjnych. Studia Ekonomiczne, nr 6, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 1999; Przestrzenne zróżnicowanie skłonności do inwestowania i potencjału inwestycyjnego gmin woj. katowickiego w latach 1992-1997. W: Finanse, ryzyko i ekologia w procesach inwestycyjnych. Śląsk, Katowice 1999; Zmiany intensywności inwestowania w gminach byłego województwa katowickiego w latach 1992-1998. „Finanse Komunalne” 1999, nr 6; Zmiany sytuacji dochodowej gmin-powiatów grodzkich woj. śląskiego w latach 1999-2002. W: Konsument, przedsiębiorstwo, przestrzeń. Centrum Badań i Ekspertyz, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2004; Analiza zmian sytuacji dochodowej wybranych gmin woj. śląskiego w latach 1999-2004 na podstawie ilorazu potencjału. W: Działalność jednostek samorządu terytorialnego. Wybrane zagadnienia prawne i ekonomiczne. Red. J. Czempas. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2006; Zróżnicowanie pozycji rankingowych gmin ze względu na ich sytuację finansową (na przykładzie wybranych gmin woj. śląskiego). W: Podsektor samorządowy w sektorze finansów publicznych w warunkach akcesji Polski do Unii europejskiej. Red. L. Patrzalek. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań-Wrocław 2006.

Wielkość dochodów własnych wraz z dochodami udziałowymi, czyli tzw. dochody generowane lokalnie, można uznać za dobry miernik siły dochodowej poszczególnych gmin, a tym samym dobrą bazę dla tworzenia mierników określających poziom skłonności do inwestowania. Obydwie te kategorie zasileń budżetu są bowiem ściśle powiązane z miejscem ich powstania – obszarem gminy²⁰.

W procesie oceniania badanych obiektów wszystkim zmiennym można nadawać jednakowe znaczenie lub też można preferować niektóre z nich, poprzez wprowadzenie różnorodnych systemów ważenia cech diagnostycznych²¹. Najpopularniejszy system ważenia preferuje zmienne o dużej wartości informacyjnej, czyli takie, które charakteryzują się wysokim poziomem współczynnika zmienności²². B. Pawełek oraz A. Zeliaś udowadniają, że zmienne niosą wyższą wartość informacyjną o badanym zjawisku i lepiej różnicują badane obiekty, jeśli charakteryzują się silną asymetrią prawostronną²³. Można wykazać, że obydwie wybrane zmienne spełniają ten warunek.

Wśród potencjalnych zmiennych diagnostycznych można wyodrębnić tzw. stymulanty, destymulanty oraz nominanty. Nie wnikając w ich formalne definicje, zostanie podane jedynie, że stymulantą nazywa się taką zmienną, której wysokie wartości świadczą korzystnie o ocenianym obiekcie. Destymulantą to zmienna, której wysokie wartości świadczą na niekorzyść ocenianego obiektu. Nominantą jest zmienna, której jedynie wybrane wartości (np. z określonego przedziału) świadczą korzystnie o ocenianym obiekcie²⁴.

²⁰ Por.: S. Owsiak, P. Kurowski, K. Stepaniuk: Alokacyjna funkcja systemu finansów publicznych. Układ przestrzenny. W: *Finanse i bankowość – przekształcenia systemowe. Cz. I – Finanse publiczne. System bankowy*. Red. K. Piotrowska-Marczak. Absolwent, Łódź 1997.

²¹ Problem redukcji przestrzeni klasyfikacji omawiał A. Sokołowski w pracy: *Empiryczne testy istotności w taksonomii*. Monografie, nr 108, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 1992, s. 11.

²² Z badań przeprowadzonych przez T. Grabińskiego wynika, że najbardziej wskazane jest używanie systemu stałych wag (Metody określania charakteru zmiennych w wielowymiarowej analizie porównawczej. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 1985). M. Sobczyk wyróżnia względną i absolutną wartość informacyjną cechy, przy czym współczynnik zmienności traktuje on jako miarę absolutną; wartość względną i-tej cechy diagnostycznej to udział współczynnika zmienności tej cechy w sumie współczynników odpowiadających wszystkim uwzględnionym w badaniu cechom (Syntetyczny miernik jakości środowiska przyrodniczego. W: *Taksonomia, Zeszyt nr 2, Sekcja Klasyfikacji i Analizy Danych Polskiego Towarzystwa Statystycznego*, Jelenia Góra – Wrocław – Kraków 1995, s. 93).

²³ B. Pawełek, A. Zeliaś: Proste metody oceny ważności zmiennych diagnostycznych w badaniach taksonomicznych. *Folia Oeconomica Cracoviensis* 1995, vol. XXXVI/XXXVIII, cyt. za: *Taksonomiczna analiza przestrzennego zróżnicowania poziomu życia w Polsce...*, op. cit., s. 133,

²⁴ Por. np. A. Błaczowska, J. Dziechciarz, G. Kowalewski: Nominanty w ocenie atrakcyjności segmentów rynkowych. W: *Klasyfikacja i analiza danych. Teoria i zastosowania. Taksonomia, Zeszyt 5, Sekcja Klasyfikacji i Analizy Danych Polskiego Towarzystwa Statystycznego*, Jelenia Góra – Łódź – Wrocław 1998, s. 145; K. Kukula: *Metoda unitaryzacji zerowanej*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000; idem: O pewnej metodzie relatywizacji cech diagnostycznych z preferowaniem wartości ponadprzeciętnych. „*Przegląd Statystyczny*” 1994, nr 2; B. Bajorski, T. Tokarski: Przestrzenne zróżnicowanie rozwoju ekonomicznego powiatów woj. podkarpackiego. „*Wiadomości Statystyczne*” 2011, nr 5, s. 43.

2. Normalizacja zmiennych

Warunkiem stosowania metod taksonomicznych do grupowania oraz porządkowania liniowego obiektów jest doprowadzenie różnoimiennych cech do wzajemnej porównywalności. Można to osiągnąć poddając zmienne procedurze przekształceń ilorazowych: standaryzacji bądź unitaryzacji²⁵.

Różnice pomiędzy poszczególnymi formułami normalizacyjnymi sprowadzają się do:

- różnych przedziałów zmienności wartości znormalizowanych,
- różnej wariancji wartości znormalizowanych wokół ich wartości przeciętnej,
- zachowania w zbiorze wartości znormalizowanych takich samych proporcji jak w zbiorze wartości cechy pierwotnej²⁶.

W przekształceniach ilorazowych podstawą odniesienia jest zwykle minimalna, maksymalna albo średnia wartość cechy, w zależności od charakteru cech: stymulanty, destymulanty, nominanty²⁷. Standaryzacji pierwotnej wartości j -tej cechy, czyli wyrażenia odchylenia od średniej w jednostkach odchylenia standardowego, dokonuje się według wzorów:

$$\tilde{y}_{ij} = \frac{y_{ij} - \bar{y}_j}{S_j} \quad (\text{dla stymulant}) \quad (1)$$

$$\tilde{y}_{ij} = \frac{\bar{y}_j - y_{ij}}{S_j} \quad (\text{dla destymulant}) \quad (2)$$

²⁵ W pracy Taksonomiczna analiza przestrzennego zróżnicowania jakości życia ludności w Polsce 1994 r. („Przegląd Statystyczny” 1997, nr 1, s. 11-22), A. Zeliaś oraz A. Malina terminem normalizacja określają to, co w niniejszej pracy nazywane jest unitaryzacją.

²⁶ T. Grabiński: Metody analizy zbieżności wyników dyskryminacji zbiorów. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 1980.

²⁷ Liczne przykłady takich przekształceń (formuł normalizacyjnych) podają: T. Grabiński, S. Wydymus, A. Zeliaś: Metody prognozowania rozwoju społeczno-gospodarczego. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 1993, s. 144 i n.; Ekonometria przestrzenna, op. cit., s. 87 i n.; D. Strahl: Modelowanie struktury portfela kredytowego banku w układzie przestrzenno-sektorowym. W: Przestrzenno-czasowe modelowanie i prognozowanie zjawisk gospodarczych. Red. A. Zeliaś. Materiały z XVIII Ogólnopolskiego Seminarium Naukowego zorganizowanego przez Zakład Teorii Prognoz. Katedra Statystyki, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 1997; M. Walesiak: O problemie wyboru właściwej metody w klasyfikacji hierarchicznej. W: Ekonometria. Materiały z XXVIII Konferencji Ekonometrycznej i X Seminarium Naukowego im. Z. Pawłowskiego. Katowice-Kraków-Wrocław. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 1994; L.J. Dziembała: Badanie zagrożenia życia na obszarze kłęski ekologicznej. Studium statystyczno-demograficzne na przykładzie województwa katowickiego. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 1991; M. Markowska, E. Sobczak: Sektorowe struktury pracujących w regionach Polski. Zarządzanie i Marketing, nr 11, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 1999; D. Strahl, D. Głuszcak: Infrastruktura finansowa Polski. Zarządzanie i Marketing, nr 11, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 1999; Finansowe aspekty rozwoju lokalnego. Red. T. Famulska, K. Znaniecka). Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2004, s. 13.

gdzie:

y_{ij} oraz $\tilde{y}_{ij}$ – odpowiednio pierwotne i standaryzowane wartości j -tej cechy ($j = 1, 2, \dots, m$) dla i -tego obiektu ($i = 1, 2, \dots, n$),

$\bar{y}_j$ – średnia arytmetyczna j -tej cechy,

S_j – odchylenie standardowe j -tej cechy.

Wartości tak znormalizowanej zmiennej mają średnią równą 0 i odchylenie standardowe równe 1.

Unitaryzacja zmiennych ma za zadanie tak przekształcić pierwotne, absolutne wartości j -tej cechy w nowe wielkości relatywne, by znalazły się one w przedziale $[0;1]$. Podstawowymi formułami są tu:

$$\tilde{z}_{ij} = \frac{x_{ij} - x_{j\min}}{x_{j\max} - x_{j\min}} \quad (\text{dla stymulanty}) \quad (3)$$

oraz

$$\tilde{z}_{ij} = \frac{x_{j\max} - x_{ij}}{x_{j\max} - x_{j\min}} \quad (\text{dla destymulanty}) \quad (4)$$

gdzie:

$x_{j\min}$ oraz $x_{j\max}$ to odpowiednio: najniższa i najwyższa zaobserwowana realizacja j -tej zmiennej.

Zaletą takiego przekształcenia unitaryzacyjnego względem standaryzacji jest nie tylko uniknięcie niedogodności związanych z pojawieniem się ujemnych wartości zmiennych zestandaryzowanych, lecz również to, że unitaryzacja pozwala na zachowanie – jak piszą A. Zeliaś i A. Malina – zróżnicowanych wariancji poszczególnych zmiennych i proporcji między wartościami unitaryzowanymi a pierwotnymi. Dzięki temu jest możliwe nadanie im zróżnicowanego znaczenia²⁸.

3. Konstrukcja miar syntetycznych

Porównanie ze sobą wartości bezwzględnych poszczególnych cech wyrażonych w odmiennych jednostkach miary lub w tych samych, lecz różniących się skalą (poziomem zmienności) jest niemożliwe. Jednym z prostszych, tradycyjnych sposobów porównań takich nieaddytywnych wartości cech jest uwzględnienie rang uzyskanych przez każdy obiekt ze względu na wszystkie zmienne diagnostyczne, a następnie zsumowanie tych rang i uporządkowanie obiektów od najlepszego do najgorszego.

²⁸ A. Zeliaś, A. Malina: Taksonomiczna analiza przestrzennego zróżnicowania jakości życia ludności w Polsce 1994 r. „Przegląd Statystyczny” 1997, nr 1, s. 15.

Inna metoda syntetycznej oceny obiektów wielocechowych polega na agregacji standaryzowanych lub unitaryzowanych wielkości cech odpowiadających poszczególnym obiektom (metoda sum standaryzowanych)²⁹. Otrzymanym sztucznym agregatem (niemianowana metacecha) może być suma (ważona lub zwykła) albo średnia arytmetyczna (ważona lub zwykła) przekształconych zmiennych bazowych. Agregacji dokonuje się więc przez transformację jednostek opisywanych za pomocą kilku zmiennych w przestrzeń jednowymiarową, otrzymując tzw. zmienną syntetyczną³⁰.

Agregaty utworzone dla każdego wielowymiarowego wektora obserwacji (w interpretacji geometrycznej są to punkty w przestrzeni cech diagnostycznych o wymiarze takim, jak ich liczba) porównuje się między sobą (w metodach bezwzorcowych – np. uśredniając wartości znormalizowanych cech diagnostycznych) lub też z przyjętym wzorcem. W tym drugim przypadku jest obliczana odległość każdego obiektu od obiektu wzorcowego (tzw. wzorca lub antywzorca rozwoju, zadanego wektorem liczb). Istnienie takiego umownego wzorca umożliwia – jak to określa Z. Hellwig – wyznaczenie ścieżki jakościowej ewolucji obiektów oraz stanowi ważny punkt odniesienia we wzajemnych porównaniach obiektów³¹. Otrzymane odległości pozwalają nam uporządkować obiekty od najbardziej rozwiniętego (leżącego najbliżej wzorca rozwoju, a najdalej od antywzorca rozwoju) do najmniej rozwiniętego (położonego najdalej od wzorca rozwoju lub najbliżej antywzorca) oraz podzielić je na względnie jednorodne klasy obiektów podobnych, wyróżnionych na podstawie wspólnych właściwości (obiekty o względnie podobnym poziomie zjawiska-zmiennej, pełniącego rolę kryterium).

4. Porządkowanie liniowe obiektów

Porządkowanie obiektów jest szczególnym rodzajem klasyfikacji. Porządkowanie zbioru w rozumieniu intuicyjnym oznacza ustawienie jego elementów w kolejności od najmniejszego do największego lub odwrotnie. Porządkowanie obiektów wielocechowych można dokonać ze względu na każdą cechę oddzielnie (porównanie analityczne) albo ze względu na cechę agregatową (porównanie syntetyczne). Najbardziej rozpowszechnione metody porządkowania liniowego opierają się na taksonomicznych miernikach rozwoju. Porządkowanie na pod-

²⁹ Wiele przykładowych formuł agregacji zmiennych podaje T. Grabiński w pracy: *Metody taksonometrii*, op. cit., s. 141 i n.

³⁰ Taksonomiczna analiza przestrzennego zróżnicowania poziomu życia w Polsce..., op. cit., s. 73.

³¹ Z. Hellwig: *Stabilność i odporność struktur taksonomicznych*. W: *Taksonomia*, Zeszyt nr 2, Sekcja Klasyfikacji i Analizy Danych Polskiego Towarzystwa Statystycznego, Jelenia Góra – Wrocław – Kraków 1995, s. 18.

stawie wyznaczonych zmiennych syntetycznych może następnie stanowić punkt wyjścia do grupowania obiektów względnie podobnych do siebie. Idea tych metod sprowadza się do podzielenia zakresu zmienności badanej zmiennej wyjściowej lub syntetycznej na przedziały na podstawie pewnych charakterystyk szczegółowego szeregu przekrojowego tych zmiennych³².

Możliwości stworzenia dowolnej liczby względnie jednorodnych podzbiorów stwarza metoda, która bazuje na obszarze zmienności (rozstępie, przedziale zmienności) miary syntetycznej. Chcąc utworzyć h klas, najpierw obliczamy wielkość kroku c (interwału międzygrupowego, interwału grupowania), dzieląc całkowity obszar zmienności przez h :

$$c = \frac{g_{\max} - g_{\min}}{h} \quad (5)$$

gdzie:

$g_{\max}$ – najwyższa wartość miernika,

$g_{\min}$ – najniższa wartość miernika,

h – arbitralnie przyjęta liczba klas.

Liczba przedziałów klasowych przy stosowaniu tej metody jest zależna od liczebności zbioru danych. Zdaniem autora taką sensowną liczbą tworzonych klas jest wielkość bliska liczbie $\sqrt{n}$. Należy dodać, że we wszystkich przedstawionych metodach grupowania obiekty należące do każdej klasy są również uporządkowane ze względu na wysokość miernika syntetycznego. Jeżeli badania dotyczą struktur przestrzennych, to wyniki takiego przestrzennego porządkowania liniowego można nanieść na mapę obszaru, co niejednokrotnie ułatwia i pogłębia interpretację wyników.

Stopień zdolności miernika syntetycznego (lub innej zmiennej) do hierarchizacji liniowej obiektów uporządkowanych według niemalejących jego wielkości g_i można ocenić stosując wielkość zdefiniowaną wzorem³³:

$$H_i = \frac{1}{g_{\max} - g_{\min}} \sum_{i=1}^{n-1} \min \left[(g_i - g_{i+1}), \frac{g_{\max} - g_{\min}}{n-1} \right] \quad (6)$$

Podana miara ma przedział zmienności $[1 / (n - 1); 1]$. Najmniejszą zdolność hierarchizacji liniowej ma zmienna, której wszystkie realizacje – oprócz jednej – mają taką samą wartość. Im niższa jest wartość H_i , tym lepsza jest zdolność grupowania tej zmiennej. Doskonała zdolność hierarchizacji zachodzi wtedy, gdy

³² E. Nowak: Analiza kosztów. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 1994, s. 85 i n.

³³ A. Sokołowski: Empiryczne testy istotności w taksonomii. Monografie, nr 108, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 1992, s. 13.

odległości między sąsiednimi (uporządkowanymi) obserwacjami są takie same. Zdolność grupowania jest w takim przypadku pełna.

Należy w tym miejscu dodać, że efektywność podziału elementów na grupy należałoby zbadać poprzez statystyczną analizę klas, np. poziom jednorodności w sensie statystycznym można wyrazić stosunkiem sumy zmienności wewnętrznej wyodrębnionych grup do sumy zmienności występującej między grupami. Im ta miara będzie mniejsza, tym podział będzie bardziej efektywny. Gdy natomiast – jak piszą J. Steczkowski i A. Zeliaś – zbliży się do jedności lub nawet ją przekroczy, wówczas wyniki delimitacji trzeba odrzucić i szukać innych rozwiązań³⁴.

5. Mierniki rozwoju i klasy gmin podobnych – opis badania i wnioski

Przeprowadzone badanie miało na celu dokonać klasyfikację badanych miast ze względu na ich potencjał dochodowo-inwestycyjny. W tym celu zastosowano metodę syntetycznej oceny obiektów wielocechowych, polegającą na agregacji zunitaryzowanych wielkości zmiennych odpowiadających poszczególnym obiektom. O ostatecznym rezultacie prowadzonej typologii decyduje dobór wskaźników – w naszym przypadku zmiennych – który jest zawsze decyzją subiektywną, a poprawność tego wstępnego, bardzo ważnego etapu jest zależna od wiedzy i doświadczenia badaczy. Za kryteria oceny możliwości rozwojowych gminy autor przyjął wskazania tzw. statystycznego miernika rozwoju, czyli zmiennej syntetycznej bazującej na zunitaryzowanych wielkościach z lat 2004-2010 urealnionych dochodów własnych oraz wydatków majątkowych przypadających na głowę mieszkańca³⁵ (tabele 1 i 2). Tworząc zmienne syntetyczne zastosowano procedurę nieważoną, czyli obydwie cechy diagnostyczne uznano za jednakowo ważne dla oceny sytuacji dochodowo-inwestycyjnej miast. Obliczone mierniki rozwoju przedstawiono w tabelach 5 i 6 oraz na rysunku 1, a numery zajętych przez gminy miejsc w tej klasyfikacji zawarto w tabeli 5 i na rysunku 2. W tabelach 3 i 4 zamieszczono wielkości, na podstawie których obliczono przykładowe mierniki rozwoju – dla roku 2010.

³⁴ J. Steczkowski, A. Zeliaś: op. cit., s. 25; E. Nowak: Taksonomiczna analiza struktury kosztów, op. cit., s. 62 i n.

³⁵ Autor jest świadomy dyskusyjności takiego wyboru zmiennych diagnostycznych. Konstrukcja jakiegokolwiek miernika syntetycznego nie może się jednak obejść bez udziału elementów subiektywnych (por. uwagi na ten temat w: E. Sojka: Z badań nad rozwojem demograficznym i gospodarczym powiatów województwa śląskiego – analiza taksonomiczna. W: Ryzyko w procesach gospodarczych, społecznych i inwestycjach kapitałowych. Red. W. Szkutnik. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2009, s. 165.

W ten sposób zbudowane zmienne syntetyczne w kolejnym etapie posłużyły autorowi do utworzenia dla każdego roku po pięć względnie jednorodnych podzbiorów gmin podobnych do siebie ze względu na wielkość zmiennej syntetycznej³⁶. Odrębny podział na klasy sporządzono dla wielkości uśredniających zaktualizowane poziomy obydwu zmiennych z siedmiu analizowanych lat. Procedura aktualizacji (urealnienia) została zastosowana, by zapewnić obserwacjom pochodzącym z różnych okresów niezbędną porównywalność. Wyliczenia granic pięciu klas oparto na wielkościach obszaru zmienności przyjętego kryterium, jakim jest zmienna syntetyczna. Każdorazowo obliczono też współczynnik G dla oceny zdolności miernika rozwoju do hierarchizacji liniowej obiektów uporządkowanych według niemalejących jego wielkości. Ponadto możliwe jest zorientowanie się, jakie są zarysowujące się tendencje kształtowania się poziomów mierników rozwoju oraz miejsc rankingowych zajmowanych przez badane miasta na prawach powiatu (tabele 5 i 6; pola zacienione zaświadczenia o statystycznie istotnym charakterze zmian badanych wielkości).

Powstałe klasy grupują miasta, których potencjał dochodowo-inwestycyjny można uznać odpowiednio za:

- I – bardzo dobry,
- II – dobry,
- III – przeciętny/zadowolający,
- IV – słaby/niezadowolający i
- V – bardzo słaby/bardzo niezadowolający.

Analiza wyników klasyfikacji na względnie jednorodne podzbiory przedstawionych w tabelach 7-11 uprawnia do sformułowania następujących wniosków:

1. Nie ma takiego miasta, które by zdecydowanie górowało w całym badanym siedmioletnim okresie wartością obliczonego miernika rozwoju nad pozostałymi miastami. Tylko w 2004 r. Katowice swoją bardzo dobrą sytuacją dochodowo-inwestycyjną wyraźnie przewyższały pozostałe miasta, tworząc tym samym tzw. klasę samą dla siebie. W drugiej klasie – z dobrymi wynikami – znalazły się wtedy, uznane za nierozróżnialne ze statystycznego punktu widzenia: Dąbrowa Górnicza, Rybnik oraz Ruda Śląska. W grupie III, czyli miast z zadowolającymi poziomami dochodów własnych oraz wydatków majątkowych znalazły się kolejne trzy gminy: Zabrze, Bielsko-Biała oraz Gliwice. Wymienione osiem miast można uznać za te, które także w kolejnych latach miały realne perspektywy utrzymania prorozwojowych tendencji.
2. Najtrudniejsza sytuacja „dochodowo-inwestycyjna” wystąpiła w omawianym roku w Piekarach Śląskich, Bytomiu, Sosnowcu, Żorach, Świętochłowicach i w Częstochowie.

³⁶ Liczba utworzonych klas jest bliska wielkości $\sqrt{n}$, gdzie $n = 19$.

3. Zmiany pozycji zajmowanych przez wszystkie 19 miast-powiatów grodzkich w następnych latach i ich przynależność do poszczególnych klas przedstawiono w tabelach 7, 8, 10 i 11 oraz na rysunkach 1 i 2. Systematycznie podwyższają wielkość miernika rozwoju: Tychy i Żory, a pogarszają: Ruda Śląska, Siemianowice Śląskie i Chorzów. W pozostałych miastach zmiany mierników rozwoju ma charakter nieregularny. Żory, Tychy i Bytom statystycznie istotnie poprawiają swoje lokaty względem pozostałych miast, przy czym Żory średnio z roku na rok aż o 2,71 miejsca, Tychy o prawie 2 miejsca, a Bytom o jedno. Ruda Śląska i Dąbrowa Górnicza z każdym rokiem pogarszają swoje pozycje rankingowe.
4. Gdy obliczono średnie z badanych zmiennych diagnostycznych dla całego siedmioletniego okresu, to takie „uśrednione” przyporządkowanie gmin do poszczególnych klas wskazuje, że najlepsza sytuacja finansowo-inwestycyjna (klasa I) wystąpiła w gminach: Rybnik, Katowice i Tychy. O ile Katowice i Rybnik na te wysokie lokaty „zapracowały” poziomami dochodów i wydatków majątkowych z pierwszych czterech lat, o tyle Tychy znalazły się w czołówce miast dopiero w trzech ostatnich latach siedmioletniego okresu.
5. Do klasy II należą: Gliwice, Bielsko-Biała, Ruda Śląska, Zabrze, Żory i Dąbrowa Górnicza. Wszystkie te miasta z dobrym statusem dochodowo-inwestycyjnym są dużymi miastami przemysłowymi z obecnie wysokim, ale także perspektywicznie dobrym potencjałem dochodowym. Świadczy o tym obecność na ich terenie podstref Katowickiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej oraz umiarkowana umiejętność zabiegania o status beneficjenta środków unijnych.
6. Za sytuację ledwie tylko zadowalającą można uznać tę, jaka występuje w Jaworznie.
7. Ostatnie dwie klasy grupują miasta, których potencjał dochodowo-inwestycyjny sprawia, że stopniowo lokują się one na marginesie aktywnego życia gospodarczego regionu: stają się nieatrakcyjne dla inwestorów, grozi im wyludnienie, rosną koszty utrzymania przestarzałej, a z braku środków nieremontowanej, substancji mieszkaniowej. Przede wszystkim są to górnośląskie miasta z tradycyjnymi, często przestarzałymi gałęziami przemysłu (Świętochłowice, Siemianowice Śląskie, Chorzów, Piekary Śląskie, Bytom), ale także uprzemysłowione: Sosnowiec i Częstochowa. Specyficzne dla tych miast jest niesłabnące, mimo upływu lat, ponoszenie skutków transformacji przemysłowej monokultury i konieczności dostosowania się do odmiennej od dotychczasowej sytuacji gospodarczej kraju i regionu.
8. O ostatecznej przynależności Mysłowic do grupy IV, a nie V w dużej mierze przesądziły jednorazowe nadzwyczaj wysokie dochody własne uzyska-

ne ze sprzedaży atrakcyjnego terenu inwestycyjnego w 2007 r. – ich poziom silnie „zaważył” na wielkość średniej z badanych lat.

9. Obliczone współczynniki korelacji Pearsona zaświadcza o istnieniu dość silnego, wyraźnego dodatniego związku prostoliniowego zachodzącego między uwzględnionymi w badaniach zmiennymi – sześciokrotnie 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.
10. Rok 2007 był jedynym okresem, gdy współczynnik korelacji znacząco odbiegał od pozostałych i przyjął wielkość równą 0,445. Przyczyn tego stanu należy upatrywać po pierwsze, w nadzwyczaj wysokim jednorazowym wpływie do budżetu Mysłowic kwot pochodzących ze sprzedaży nieruchomości gruntowej przy trasie S1 (10 ha pod budowę centrum logistyczno-magazynowego), a zarazem niewielkich nakładach inwestycyjnych poniesionych w tym roku przez miasto. Drugą przyczyną są bardzo wysokie nakłady inwestycyjne na kosztowne przedsięwzięcia komunikacyjne oraz kanalizacyjne w Rybniku i w Żorach, w dużym stopniu dofinansowane ze środków unijnych, a nie ze środków własnych. Można te przypadki potraktować jako jednorazowe i nietypowe, co jednak sprawia, że liczby (a na wykresie rozrzutu punkty) obrazujące te zjawiska „rozmywają” siłę zależności statystycznej, a w rezultacie wzrasta rozrzut punktów względem linii regresji.
11. Analizując wszystkie siedem lat zauważymy, że spośród 133 możliwych przypadków (19 miast x 7 lat) zaledwie 15 razy (ponad 11,19%) kilka gmin znalazło się w najwyższej grupie – czterokrotnie Rybnik i Katowice, trzykrotnie Tychy, dwukrotnie Żory i po jednym razie Gliwice oraz Zabrze. Miasta te stały się beneficjentami realizowanego, z dobrymi efektami, udrożnienia infrastruktury transportowej aglomeracji górnośląskiej – skorzysłały one zatem z czegoś, co autor nazywa „rentą dobrego położenia”.
12. Znacznie liczniejsze w badanych latach były klasy grupujące miasta z wysoce niezadowolającą sytuacją dochodową i takąż skłonnością do inwestowania – aż 33 razy (niemal 25% przypadków). Rokrocznie należały do tej klasy Świętochłowice, sześciokrotnie Piekary Śląskie, po 4 razy Chorzów, Siemianowice Śląskie i Bytom, dwukrotnie Żory, Mysłowice i Częstochowa oraz po jednym razie, Jastrzębie-Zdrój oraz Sosnowiec. Specyficzna dla tych miast jest sytuacja ponoszenia skutków transformacji długoletniej przemysłowej monokultury i konieczności dostosowania się do odmiennej od dotychczasowej sytuacji gospodarczej w kraju i w regionie.
13. Aktywizacja tych gmin, a zwłaszcza zagospodarowanie obszarów pokopalnianych, wymaga nowych przedsięwzięć rozwojowych, nowych strategii

i programów inwestycyjnych. Niezbędne jest zbudowanie nowoczesnej infrastruktury technicznej potrzebnej do stworzenia nowych zakładów przemysłowych, centrów handlowo-usługowych i innych inicjatyw gospodarczych oraz rewitalizacja gospodarcza i społeczna zdegradowanych dzielnic poprzemysłowych. Jednym z preferowanych kierunków tego kosztownego procesu powinno się stać przekształcanie terenów poprzemysłowych i przydzielanie im nowych funkcji gospodarczych.

14. Malejące lokaty starych miast świadczą o ich podobnej strukturze źródeł dochodów, wynikającej z przestarzałej struktury wytwórczej usytuowanego na ich obszarze przemysłu. Są to gminy o wyraźnym monotypie gospodarczym w postaci dominacji przemysłu ciężkiego. Miasta te stają się jednostkami o zanikających funkcjach, stanowiących dotychczas podstawę rozwoju, o coraz słabszym potencjale ekonomicznym. Ich rozwój gospodarczy jest powiązany w znacznej części z procesami, których uruchomienie często nie jest uzależnione od władz lokalnych.
15. Strategie rozwoju województwa śląskiego powinny uwzględniać tę niekorzystną sytuację finansową (mierzoną np. poziomem dochodów własnych oraz wydatków inwestycyjnych przeliczonych na 1 mieszkańca lub ich udziałami w dochodach bądź wydatkach ogółem) starych miast górnośląskich oraz tych miast, które charakteryzuje monokultura przemysłowa.

Otrzymane wyniki dotyczące przynależności do klas podobieństwa z miernikami rozwoju, jako kryterium podobieństwa, posłużyły autorowi do przeprowadzenia jeszcze jednego podziału miast na klasy – oparto się na sumarycznej klasyfikacji punktowej dla podgrup obiektów. Przyjętym kryterium, na którym zasadał się podział, była łączna liczba punktów zebranych przez poszczególne miasta, w zależności od przynależności do klas utworzonych na podstawie miernika rozwoju. Za każdą przynależność do klasy I miasto otrzymywało po jednym punkcie, za każdą obecność w II klasie po 2 punkty itd. Najmniej punktów uzyskały Katowice – 10, a najwięcej Świętochłowice – 35. Te dwie skrajne liczby posłużyły w procedurze dyskryminacyjnej do obliczenia rozstępu oraz interwału podziału. Ostateczne uporządkowanie oraz kolejny podział na względnie jednorodne klasy podobieństwa przedstawiono w tabeli 9. Otrzymane wyniki nie odbiegają zbyt mocno od tych, jakie wyznaczono na podstawie mierników rozwoju.

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 gminne³⁷. Wzrost poziomu inwestycji, jaki wystąpił w badanych latach świadczy o tym, iż zaistniałe w analizowanym okresie zmiany miały pozytywny wpływ na gospodarkę publiczną. Jest nadzieja, iż tendencja ta utrzyma się w przyszłych okresach.

APPLICATION OF DEVELOPMENT MEASURE IN ASSESSMENT OF INVESTMENT POSSIBILITIES FOR CITIES ACTING AS COUNTIES IN SILESIAN VOIVODSHIP

Summary

The author used the concept of the so called *Z. Hellwig's development measure* in order to assess potential investment possibilities of cities acting as counties in Silesian Voivodship. Assumed diagnostic variables were self-generated incomes and capital expenditures of these cities calculated per capita of citizen. The time of analysis spanned from 2004 to 2010. Calculated development measures enabled the author to create homogenous subsets grouping communes similar with respect to both diagnostic variables.

³⁷ M. Murawski: Transfer środków Unii Europejskiej do samorządów – bezpośrednio, zaliczka, prefinansowanie i znów bezpośrednio (tezy wystąpienia). „Finanse Komunalne” 2010, nr 1-2.

Tabela 1

Zaktualizowane dochody własne na głowę mieszkańca – w zł

Lp.	MIASTA	Dochody własne na 1 mieszkańca zaktualizowane							
		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Średnia ze zaktualizowanych
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Śląskie	1619	1759	1924	2230	2352	2231	2296	2059
1	Bielsko-Biała	1686	1793	2056	2185	2438	2660	2529	2192
2	Bytom	1310	1292	1489	1585	2057	1632	1744	1587
3	Chorzów	1497	1480	1588	1908	1914	1831	1648	1695
4	Częstochowa	1238	1615	1748	1836	1754	1707	1780	1668
5	Dąbrowa Górnicza	2247	2227	2324	2561	2887	2479	2884	2515
6	Gliwice	2058	2219	2267	2803	2733	2535	2651	2467
7	Jastrzębie-Zdrój	1361	1537	1649	1768	2115	2236	2323	1855
8	Jaworzno	1499	1650	1818	2090	2367	2199	2332	1994
9	Katowice	2119	2309	2480	2892	3006	3117	3153	2725
10	Mysłowice	1589	1631	1818	3343	1951	1797	1844	1996
11	Piekary Śląskie	1152	1438	1515	1420	1595	1606	1838	1509
12	Ruda Śląska	1897	1774	1931	2304	2248	1934	2092	2026
13	Rybnik	1741	2119	2550	2773	2855	2232	2641	2416
14	Siemianowice Śląskie	1483	1619	1753	1879	2141	1813	1906	1799
15	Sosnowiec	1348	1452	1691	2057	2069	1753	1787	1736
16	Świętochłowice	1025	1074	1431	1304	1434	1276	1302	1264
17	Tychy	1545	1717	1973	2429	2959	3124	3002	2393
18	Zabrze	1560	1709	1591	1799	2101	2489	2068	1902
19	Żory	991	1146	1479	2230	2714	1866	2726	1879

Źródło: Obliczenia własne na podstawie materiałów RIO w Katowicach oraz Sprawozdań Krajowej Rady Regionalnych Izb Obrachunkowych z lat 2005-2011.

Tabela 2

Zaktualizowane wydatki majątkowe na głowę mieszkańca – w zł

Lp.	MIASTA	Wydatki majątkowe na 1 mieszkańca zaktualizowane							
		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Średnia ze zaktualizowanych
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Śląskie	370	495	650	722	811	962	816	690
1	Bielsko-Biała	525	628	558	646	997	1470	1031	837
2	Bytom	65	88	122	350	634	700	743	386
3	Chorzów	147	171	358	348	376	337	301	291
4	Częstochowa	235	629	776	694	610	580	564	584
5	Dąbrowa Górnicza	448	487	405	346	422	493	560	452
6	Gliwice	292	592	702	1088	949	654	743	717
7	Jastrzębie-Zdrój	336	529	394	375	222	246	813	417
8	Jaworzno	160	252	668	755	1212	1043	787	697
9	Katowice	858	853	1126	773	980	1198	1184	996
10	Mysłowice	217	416	495	424	509	217	156	348
11	Piekary Śląskie	122	239	406	109	336	500	247	280
12	Ruda Śląska	432	679	1261	1270	616	723	626	801

cd. tabeli 2

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
13	Rybnik	647	980	1286	1779	1335	1026	945	1142
14	Siemianowice Śląskie	360	288	197	197	285	375	228	276
15	Sosnowiec	179	257	544	672	394	644	328	431
16	Świętochłowice	133	86	150	379	306	194	169	202
17	Tychy	240	323	440	701	1827	2555	1402	1070
18	Zabrze	493	500	447	538	1067	2484	1702	1033
19	Żory	223	256	779	1647	1893	892	1835	1075

Źródło: Ibid.

Tabela 3

Zmienne diagnostyczne i mierniki rozwoju dla gmin – rok 2010

Lp.	Gminy	Dochody własne X_1	Wydatki majątkowe X_2	Z_1	Z_2	Miernik rozwoju
1	Bielsko-Biała	2529,1	1030,9	0,663	0,521	0,592
2	Bytom	1743,6	742,7	0,239	0,349	0,294
3	Chorzów	1647,9	301,3	0,187	0,086	0,137
4	Częstochowa	1779,5	564,2	0,258	0,243	0,251
5	Dąbrowa Górnicza	2883,5	560,2	0,854	0,241	0,548
6	Gliwice	2651,3	743,2	0,729	0,350	0,539
7	Jastrzębie-Zdrój	2323,1	813,5	0,552	0,391	0,472
8	Jaworzno	2331,7	786,8	0,556	0,376	0,466
9	Katowice	3153,1	1184,4	1,000	0,612	0,806
10	Mysłowice	1844,1	156,3	0,293	0,000	0,146
11	Piekary Śląskie	1838,0	246,9	0,290	0,054	0,172
12	Ruda Śląska	2092,1	626,2	0,427	0,280	0,353
13	Rybnik	2641,3	944,8	0,724	0,470	0,597
14	Siemianowice Śląskie	1905,7	228,3	0,326	0,043	0,185
15	Sosnowiec	1787,3	328,1	0,262	0,102	0,182
16	Świętochłowice	1301,9	168,8	0,000	0,007	0,004
17	Tychy	3001,8	1402,4	0,918	0,742	0,830
18	Zabrze	2068,1	1701,9	0,414	0,921	0,667
19	Żory	2726,3	1835,1	0,769	1,000	0,885
	Min	1301,9	156,3			
	Max	3153,1	1835,1			
	Max-min	1851,1	1678,8			
	1/3(max-min)	617,0	559,6			
	Granica I	2536,0	1275,5			
	Granica II	1919,0	715,9			

Źródło: Ibid.

Tabela 4

Mierniki rozwoju i klasy podobieństwa gmin – rok 2010

Lp.	Gminy	Miernik rozwoju	Klasa podobieństwa
1	Żory	0,885	
2	Tychy	0,830	
3	Katowice	0,806	I
4	Zabrze	0,667	
5	Rybnik	0,597	
6	Bielsko-Biała	0,592	
7	Dąbrowa Górnicza	0,548	
8	Gliwice	0,539	II
9	Jastrzębie-Zdrój	0,472	
10	Jaworzno	0,466	III
11	Ruda Śląska	0,353	
12	Bytom	0,294	
13	Częstochowa	0,251	
14	Siemianowice Śląskie	0,185	
15	Sosnowiec	0,182	IV
16	Piekary Śląskie	0,172	
17	Mysłowice	0,146	
18	Chorzów	0,137	
19	Świętochłowice	0,004	V
	Min	0,004	
	Max	0,885	
	Max-min	0,881	
	1/5(max-min)	0,176	
	Granica I	0,709	
	Granica II	0,532	
	Granica III	0,356	
	Granica IV	0,180	
			H = 0,353

Źródło: Ibid.

Tabela 5

Mierniki rozwoju oraz parametry linii trendu

Lp.	MIASTA	Mienniki rozwoju								Parametry kierunkowe a_i	Wyrazy wolne a_0	Wspolczyn- niki determinacji d	Błędy średniej szacunku parametrów kierunkowych	Wartość zmiennej Studenta t
		2004 r.	2005 r.	2006 r.	2007 r.	2008 r.	2009 r.	2010 r.	2010 r.					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1	Bielsko-Biala	0,567	0,594	0,467	0,377	0,551	0,645	0,592	0,01	0,5	0,05	0,02	0,508	
2	Bytom	0,127	0,089	0,026	0,141	0,321	0,203	0,294	0,04	0,0	0,54	0,02	2,427	
3	Chorzów	0,253	0,212	0,171	0,220	0,199	0,180	0,137	-0,01	0,3	0,63	0,00	2,888	
4	Częstochowa	0,206	0,523	0,422	0,306	0,218	0,198	0,251	-0,03	0,4	0,20	0,02	1,113	
5	Dąbrowa Górnicza	0,742	0,691	0,521	0,379	0,522	0,389	0,548	-0,04	0,7	0,44	0,02	2,001	
6	Gliwice	0,568	0,746	0,623	0,661	0,631	0,438	0,539	-0,02	0,7	0,30	0,02	1,463	
7	Jastrzębie-Zdrój	0,318	0,435	0,214	0,194	0,271	0,271	0,472	0,00	0,3	0,01	0,02	0,207	
8	Jaworzno	0,262	0,326	0,407	0,386	0,593	0,429	0,466	0,04	0,3	0,54	0,01	2,429	
9	Katowice	0,949	0,929	0,900	0,588	0,727	0,711	0,806	-0,04	0,9	0,36	0,02	1,675	
10	Mysłowice	0,333	0,410	0,333	0,594	0,250	0,146	0,146	-0,04	0,5	0,33	0,03	1,568	
11	Piekary Śląskie	0,100	0,233	0,160	0,028	0,085	0,154	0,172	0,00	0,1	0,00	0,01	0,047	
12	Ruda Śląska	0,592	0,615	0,712	0,593	0,377	0,290	0,353	-0,06	0,7	0,66	0,02	3,131	
13	Rybnik	0,665	0,923	1,000	0,860	0,785	0,435	0,597	-0,05	1,0	0,30	0,03	1,448	
14	Siemianowice Śląskie	0,382	0,334	0,176	0,167	0,243	0,183	0,185	-0,03	0,4	0,55	0,01	2,450	
15	Sosnowiec	0,214	0,249	0,297	0,353	0,253	0,224	0,182	-0,01	0,3	0,06	0,01	0,589	
16	Świątchłowice	0,056	0,000	0,012	0,081	0,025	0,000	0,004	-0,01	0,0	0,13	0,01	0,849	
17	Tychy	0,331	0,393	0,379	0,453	0,965	1,000	0,830	0,12	0,2	0,73	0,03	3,723	
18	Zabrze	0,496	0,489	0,211	0,250	0,465	0,813	0,667	0,05	0,3	0,26	0,04	1,337	
19	Żory	0,100	0,125	0,304	0,688	0,907	0,307	0,885	0,12	0,0	0,55	0,05	2,459	
	Współczynnik H	0,369	0,303	0,371	0,345	0,271	0,456	0,353	0,01	0,3	0,04	0,01	0,475	

Źródło: Ibid.

Tabela 6

Pozycja miast ze względu na mierniki rozwoju oraz parametry linii trendu

Lp.	MIASTA	Numery miejsc								Parametry kierunkowe	Wyrazy wolne	Współczyn- niki determinacji	Błędy średniej szacunku parametrów kierunkowych.	Wartość zmiennej Studenta t
		2004 r.	2005 r.	2006 r.	2007 r.	2008 r.	2009 r.	2010 r.						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1	Bielsko-Biała	6	6	6	10	7	4	6	-0,11	6,9	0,02	0,37	0,288	
2	Bytom	16	18	18	17	11	13	12	-1,04	19,1	0,58	0,40	2,615	
3	Chorzów	13	16	16	14	17	16	18	0,57	13,4	0,52	0,24	2,349	
4	Częstochowa	15	7	7	12	15	14	13	0,57	9,6	0,13	0,67	0,847	
5	Dąbrowa Górnicza	2	4	5	9	8	8	7	0,93	2,4	0,62	0,32	2,864	
6	Gliwice	5	3	4	3	5	5	8	0,50	2,7	0,40	0,27	1,832	
7	Jastrzębie-Zdrój	11	9	13	15	16	11	9	0,04	11,9	0,00	0,57	0,062	
8	Jaworzno	12	13	8	8	6	7	10	-0,71	12,0	0,35	0,44	1,640	
9	Katowice	1	1	2	6	4	3	3	0,43	1,1	0,27	0,31	1,369	
10	Mysłowice	9	10	10	4	13	18	17	1,54	5,4	0,47	0,74	2,089	
11	Piekary Śląskie	17	15	17	19	18	17	16	0,07	16,7	0,01	0,27	0,269	
12	Ruda Śląska	4	5	3	5	10	10	11	1,36	1,4	0,77	0,33	4,107	
13	Rybnik	3	2	1	1	3	6	5	0,57	0,7	0,42	0,30	1,886	
14	Siemianowice Śląskie	8	12	15	16	14	15	14	0,82	10,1	0,43	0,42	1,951	
15	Sosnowiec	14	14	12	11	12	12	15	-0,04	13,0	0,00	0,30	0,118	
16	Świętochłowice	19	19	19	18	19	19	19	0,00	18,9	0,00	0,08	0,000	
17	Tychy	10	11	9	7	1	1	2	-1,86	13,3	0,83	0,38	4,879	
18	Zabrze	7	8	14	13	9	2	4	-0,93	11,9	0,21	0,80	1,154	
19	Żory	18	17	11	2	2	9	1	-2,71	19,4	0,67	0,86	3,158	

Źródło: Ibid.

Tabela 7

Klasy przynależności miast w latach 2004-2010

KLASY	Lata							2004-2010
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
1	2	3	4	5	6	7	8	9
I	KT	KT, RB, GL	RB, KT	RB	TC, ŻR, RB	TC, ZB	ŻR, TC, KT	RB, KT, TC
II	DG, RB, RS	DG, RŚ, BB	RŚ, GL	ŻR, GL, MS, RŚ, KT	KT, JW, GL	KT, BB	ZB, RB, BB, DG, GL	GL, BB, RŚ, ZB, ŻR, DG
III	GL, BB, ZB	CZ, ZB, JZ, MS, TC	DG, BB, JW, CZ	TC, JW, DG, BB	BB, DG, ZB	GL, JW, RB	JW, JZ	JW
IV	SŚ, MS, TC, JZ, JW, CH	SŚ, JW, SC, PŚ, CH	TC, MS, ŻR, SC, JZ, ZB	SC, CZ, ZB, CH	RŚ, BT, SC, MS, SŚ, CZ, JZ	DG, ŻR, RŚ, JZ, SC, BT	RŚ, BT, CZ, SŚ, SC	CZ, SC, JZ, SŚ, CH, MS, BT
V	SC, CZ, BT, PŚ, ŻR, ŚW	ŻR, BT, ŚW	SŚ, CH, PŚ, BT, ŚW	JZ, SŚ, BT, ŚW, PŚ	CH, PŚ, ŚW	CZ, SŚ, CH, PŚ, MS, ŚW	PŚ, MS, CH, ŚW	PŚ, ŚW

Nota: BB – Bielsko-Biała, BT – Bytom, CH – Chorzów, CZ – Częstochowa, DG – Dąbrowa Górnicza, GL – Gliwice, JZ – Jastrzębie-Zdrój, JW – Jaworzno, KT – Katowice, MS – Mysłowice, PŚ – Piekary Śląskie, RŚ – Ruda Śląska, RB – Rybnik, SŚ – Siemianowice Śląskie, SC – Sosnowiec, ŚW – Świętochłowice, TC – Tychy, ZB – Zabrze, ŻR – Żory.

Źródło: Ibid.

Tabela 8

Klasy przynależności miast – zmienność przynależności

GMINY	Klasy										Ile razy nowa klasa jest od poprzedniej klasy:		
	2004 r.	2005 r.	2006 r.	2007 r.	2008 r.	2009 r.	2010 r.	2004-2010	lepsza	równa	gorsza		
Bielsko-Biała	III	II	III	III	III	II	II	II	2	3	1		
Bytom	V	V	V	V	IV	IV	IV	IV	1	5	0		
Chorzów	IV	IV	V	IV	V	V	V	IV	1	3	2		
Częstochowa	V	III	III	IV	IV	V	IV	IV	2	2	2		
Dąbrowa Górnicza	II	II	III	III	III	IV	II	II	2	3	2		
Gliwice	III	I	II	II	II	III	II	II	2	2	2		
Jastrzębie-Zdrój	IV	III	IV	V	IV	IV	III	IV	3	1	2		
Jaworzno	IV	IV	III	III	II	III	III	III	2	3	1		
Katowice	I	I	I	II	II	II	I	I	1	4	1		
Mysłowice	IV	III	IV	II	IV	V	V	IV	2	1	3		
Prekary Śląskie	V	IV	V	V	V	V	V	V	1	4	1		
Ruda Śląska	II	II	II	II	IV	IV	IV	II	0	5	1		
Rybnik	II	I	I	I	I	III	II	I	2	3	1		
Siemianowice Śląskie	IV	IV	V	V	IV	V	IV	IV	2	2	2		
Sosnowiec	V	IV	IV	IV	IV	IV	IV	IV	1	5	0		
Świętochłowice	V	V	V	V	V	V	V	V	0	6	0		
Tychy	IV	III	IV	III	I	I	I	I	2	2	2		
Zabrze	III	III	IV	IV	III	I	II	II	2	2	2		
Żory	V	V	IV	II	I	IV	I	II	4	1	1		
Razem									32	57	26		
W %									33,68	60,00	27,37		

Źródło: Ibid.

Tabela 9

Krotność wystąpienia klas

Klasa	Ile razy	%
I	15	11,28
II	23	17,29
III	24	18,05
IV	38	28,57
V	33	24,81
Razem	133	100,00

Źródło: Ibid.

Tabela 10

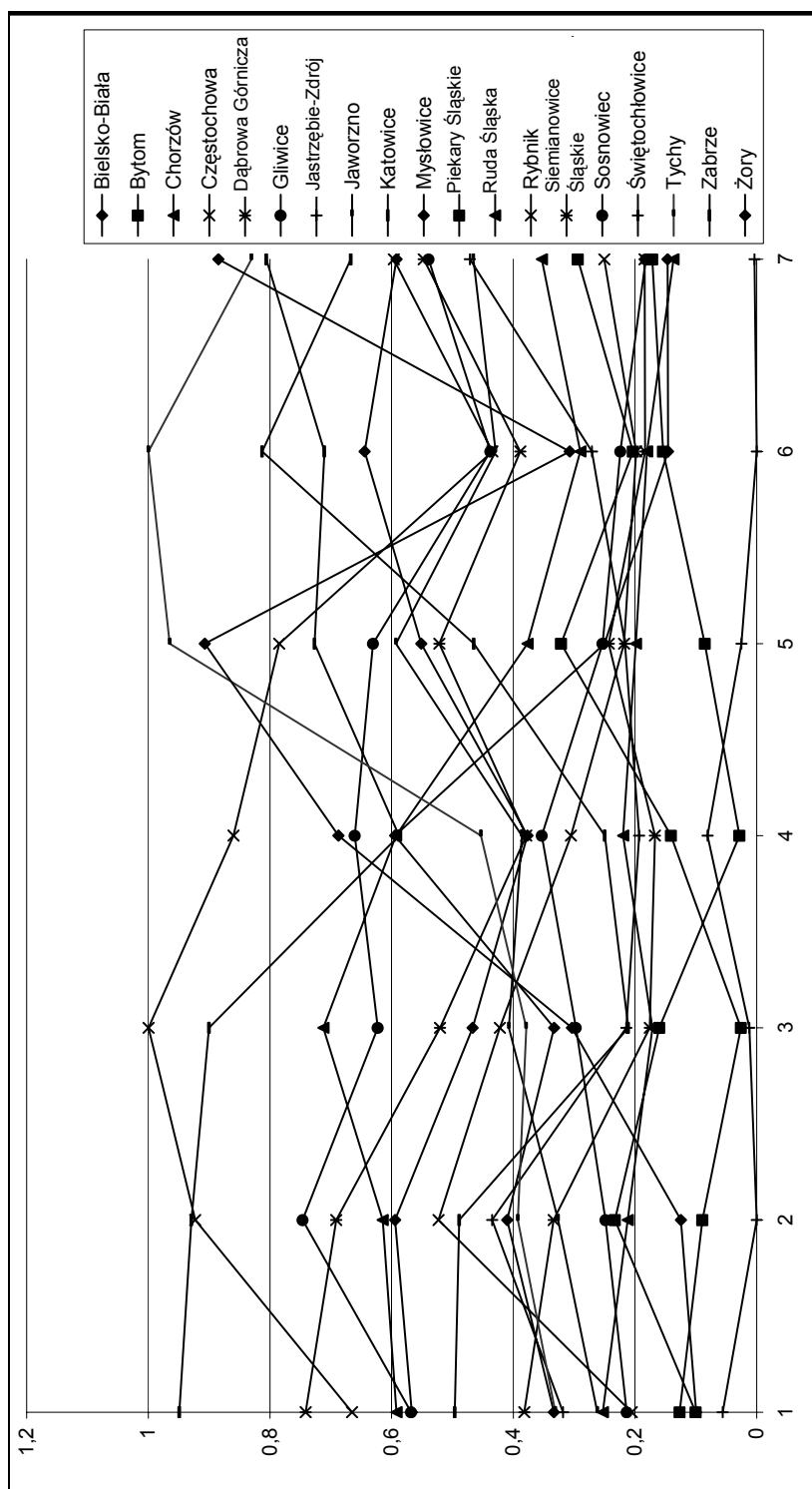
Klasy przynależności miast – alfabetycznie

Gminy	Klasy				
	I	II	III	IV	V
Bielsko-Biała		3	4		
Bytom				3	4
Chorzów				3	4
Częstochowa			2	3	2
Dąbrowa Górnicza		3	3	1	
Gliwice	1	4	2		
Jastrzębie-Zdrój			2	4	1
Jaworzno		1	4	2	
Katowice	4	3			
Mysłowice		1	1	3	2
Piekary Śląskie				1	6
Ruda Śląska		4		3	
Rybnik	4	2	1		
Siemianowice Śląskie				3	4
Sosnowiec				6	1
Świętochłowice					7
Tychy	3		2	2	
Zabrze	1	1	3	2	
Żory	2	1		2	2
Razem	15	23	24	38	33

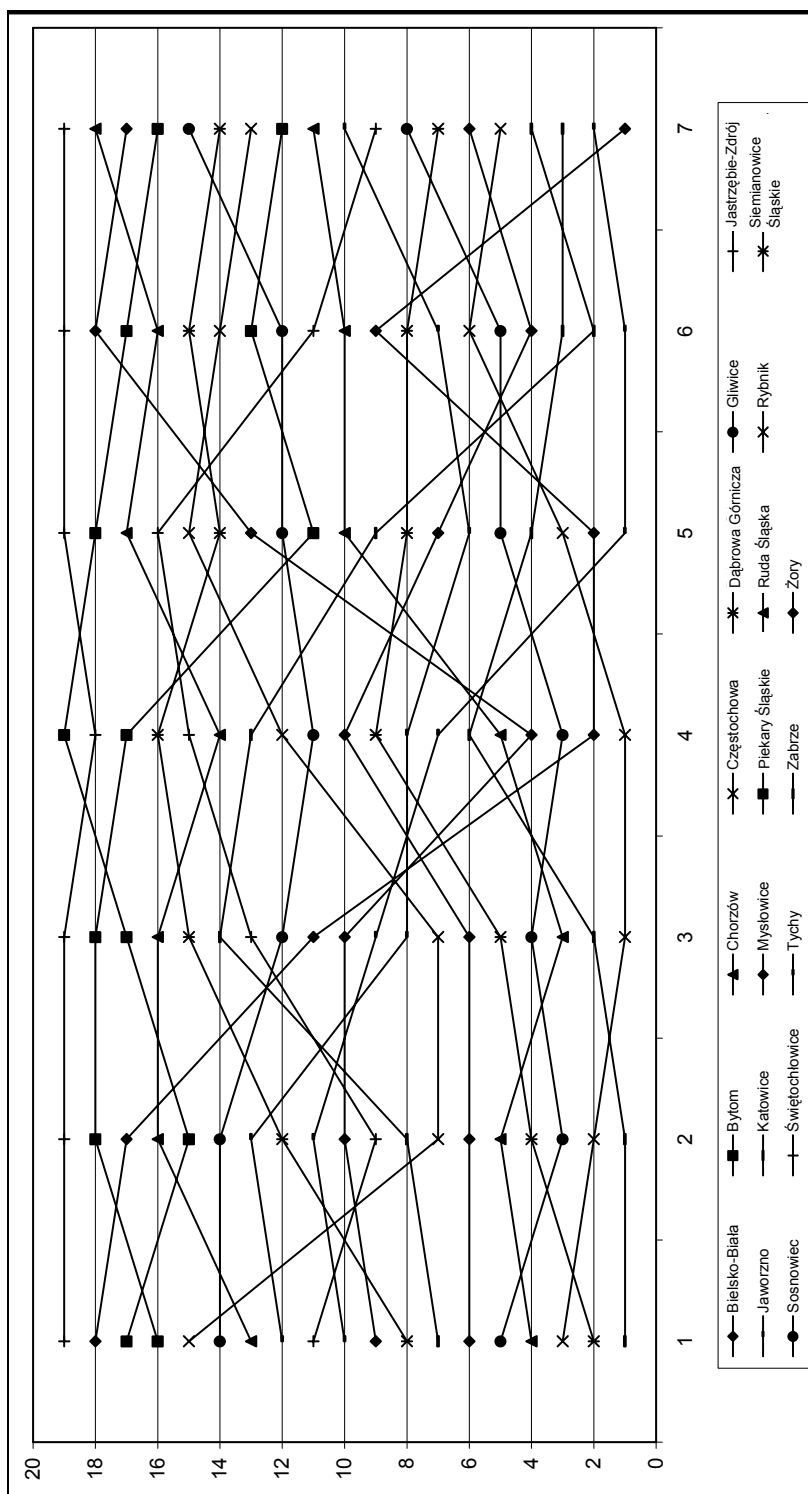
Tabela 11

Klasy przynależności miast – uporządkowane

Gminy	Klasy				
	I	II	III	IV	V
Katowice	4	3			
Rybnik	4	2	1		
Gliwice	1	4	2		
Tychy	3		2	2	
Bielsko-Biała		3	4		
Dąbrowa Górnicza		3	3	1	
Ruda Śląska		4		3	
Zabrze	1	1	3	2	
Jaworzno		1	4	2	
Żory	2	1		2	2
Jastrzębie-Zdrój			2	4	1
Mysłowice		1	1	3	2
Częstochowa			2	3	2
Sosnowiec				6	1
Bytom				3	4
Chorzów				3	4
Siemianowice Śląskie				3	4
Piekary Śląskie				1	6
Świętochłowice					7
Razem	15	23	24	38	33



Rys. 1. Mierniki rozwoju gmin



Rys. 2. Numery miejsc ze względu na miernik rozwoju

METODA WYCENY WARUNKOWEJ W OCENIE EFEKTYWNOŚCI PROJEKTÓW INWESTYCYJNYCH

Wprowadzenie

Efektywność projektów inwestycyjnych jest z reguły oceniana za pomocą tradycyjnych miar finansowych opartych na wycenie zdyskontowanego strumienia przepływów pieniężnych. Można je uznać za wystarczające, o ile projekty takie zmieniają dobra prywatne, prawidłowo szacowane za pomocą cen rynkowych. Problem adekwatności wyceny pojawia się jednak w przypadku inwestycji, których efekty powodują zmiany również (lub wyłącznie) w dobrach o charakterze publicznym, ponieważ dobra takie nie posiadają w ogóle cen rynkowych bądź są one w istotnym stopniu zniekształcone.

Niezbędne wydaje się wówczas rozszerzenie finansowego zakresu analizy o aspekt społeczny (uwzględniony np. w analizie kosztów-korzyści), co umożliwia włączenie efektów i nakładów niewidocznych bezpośrednio w transakcjach rynkowych, a oddziałujących na dobrobyt społeczny. Niezbędna w tym celu jest jednak pieniężna wycena oddziaływań o charakterze pozarynkowym, czemu może służyć m.in. metoda wyceny warunkowej, która wykorzystuje koncepcję hipotetycznego rynku dobra w celu określenia preferencji społeczności.

Celem artykułu jest analiza możliwości zastosowania metody wyceny warunkowej (*contingent valuation method* – CVM) w procesie oceny ekonomicznej efektywności projektów inwestycyjnych. Przeprowadzono rozważania dotyczące zasadności aplikacji metody w zależności od natężenia cech o charakterze publicznym oraz charakteru wartości ekonomicznej dobra, w szczególności w odniesieniu do posiadania przez nie tzw. wartości pozaużytkowej. Następnie pod rozważę wzięto możliwość zastosowania miar skłonności do zapłaty oraz skłonności do przyjęcia rekompensaty (wykorzystywanych do pomiaru zmian w dobrobycie) w zależności od typu efektów projektu oraz sposobu zdefiniowania praw jednostek znajdujących się w zasięgu jego oddziaływania. Ponadto omówiono sam przebieg wyceny oraz błędy, na jakie są narażone jej rezultaty. Dokonano także ogólnej oceny przydatności wyceny warunkowej z punktu widzenia inwestora publicznego oraz prywatnego.

1. Miejsce metody wyceny warunkowej w procesie oceny efektywności inwestycji

Proces oceny efektywności inwestycji ma na celu udzielenie odpowiedzi na pytanie o zasadność zaangażowanych zasobów, a w szczególności o zdefiniowanie alokacji zasobów, optymalnej z ekonomicznego punktu widzenia. W warunkach teoretycznych, alokacja taka może się odbywać samoistnie za pośrednictwem rynków, jeśli są one w pełni efektywne¹. Wymóg idealnej efektywności dla wszystkich rynków dóbr² jest jednak w praktyce gospodarczej niemożliwy do urzeczywistnienia, co powoduje z kolei, że tzw. wycena prywatna, oparta na finansowych przepływach pieniężnych, może nie wskazywać faktycznego optimum efektywności ekonomicznej. Przyczyn można tu upatrywać m.in. w niedoskonałej konkurencji, występowaniu efektów zewnętrznych czy też dobrach publicznych podlegających zmianie w wyniku podejmowanej działalności inwestycyjnej. W odniesieniu do tej ostatniej przyczyny, zakres błędu w tradycyjnych oszacowaniach finansowych wydaje się być największy ze względu na fakt, że zmianom w dobrach publicznych nie można bezpośrednio przypisać wartości pieniężnej, ponieważ dla tego rodzaju dóbr rynek nie tworzy się w sposób samoistny³.

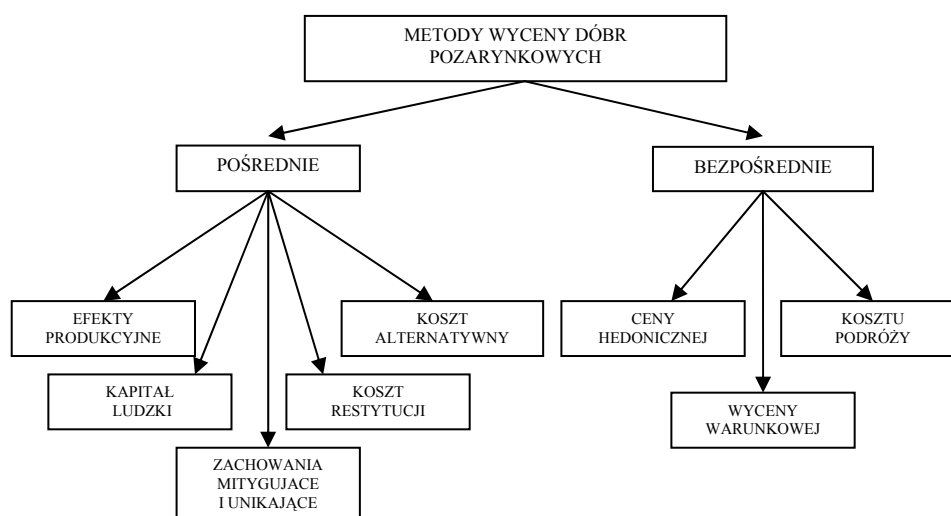
W związku z tym dla inwestycji, gdzie część nakładów lub efektów posiada cechy dóbr publicznych, istotne jest rozszerzenie zakresu analizy w taki sposób, aby możliwe było uwzględnienie wartości tych elementów, które zostałyby całkowicie pominięte bądź uwzględnione w cenach nie odpowiadających faktycznej wartości korzyści i kosztów. Jeżeli przyjmie się założenia o możliwości pieniężnej wyceny wszystkich nakładów i efektów⁴, niezbędnym elementem staje się wówczas zastosowanie jednej z metod szacowania wartości dóbr pozarynkowych. Podział metod wyceny przedstawia rysunek 1.

¹ Wówczas dochodzi do zrównania marginalnych korzyści z marginalnymi kosztami, rynki osiągną stan równowagi, a dobrobyt społeczny jest maksymalizowany samoistnie.

² Pod pojęciem dobra są tu rozumiane wszelkie zasoby, produkty i usługi, które są nakładem bądź efektem inwestycji.

³ Jako przyczyny w literaturze wskazuje się dwie cechy dóbr publicznych, a mianowicie: brak możliwości wykluczenia z konsumpcji oraz brak rywalizacji w konsumpcji. Por. m.in. R. Cornes, T. Handler: *The Theory of Externalities, Public Goods and Club Goods*. Cambridge University Press, Cambridge 2003, s. 8-9; J.M. Buchanan: *The Demand and Supply of Public Goods*. Liberty Fund, Indianapolis 1999, s. 49-69; R. Gauss: *Public Goods, Private Goods*. Princeton University Press, Princeton 2001, s. 85-86.

⁴ Założenie takie umożliwia m.in. analiza kosztów-korzyści (CBA), pozwalająca szacować efektywność z punktu widzenia społeczeństwa, nie zaś prywatnego inwestora. Wspomnieć należy jednak, że w literaturze są również wskazywane inne metody oceny efektywności podobnych projektów, które niekoniecznie muszą wiązać się z pieniężną wyceną wszystkich elementów składających się na nakłady i efekty inwestycji. Można tu wymienić m.in. analizę kosztowo-efektywnościową, która – będąc odmianą CBA – dopuszcza pozostawienie części elementów bez ujęcia pieniężnego, czy analizę wielokryterialną, pozwalającą np. na oszacowania punktowe. Por. M. Foltyn-Zarychta: *Analiza kosztów-korzyści w ocenie efektywności inwestycji proekologicznych*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2008, s. 79-82.



Rys. 1. Metody wyceny dóbr pozarynkowych

Metody wyceny dóbr pozarynkowych są dość liczne. Należy podkreślić, że dominującą sferą ich zastosowania są działania związane z ochroną środowiska, gdzie znaczna część zasobów nie podlega efektywnej wymianie rynkowej⁵.

Metody o charakterze pośrednim (kosztowe) opierają się na szacowaniu wartości opartej na stronie kosztowej, czy to w odniesieniu do kosztu wytworzenia, odtworzenia, czy utrzymania obecnego stanu dobra. Opierają się one np. na formułowaniu funkcji produkcji, cenach rynkowych (dla substytutów czy też zasobów niezbędnych do wytworzenia dobra) czy też wydatków związanych z przywróceniem zmienionego dobra do stanu pierwotnego bądź z uniknięciem negatywnych oddziaływań danego dobra. Wśród głównych wad tych podejść należy wymienić m.in. pomijanie nadwyżki konsumenta⁶ – branie pod uwagę tylko poniesionych kosztów, a nie zmiany w dobrobycie, co powoduje, że wycena aktywów może być zaniżona, uwzględnianie wyłącznie wartości użytkowych dobra, a także pomiar obecnych lub przeszłych zmian, co zwiększa niepewność co do przyszłych efektów. Metody te są wskazywane jako bardziej adekwatne w przypadkach negatywnych efektów projektu, w odniesieniu do przewidywanych szkód.

⁵ Por. m.in. G. Garrod, K.G. Willis: *Economic Valuation of Environment: Methods and Case Studies*. Edward Elgar, Cheltenham, Northampton 1999, s. 4-175; D. Pearce, E.B. Barbier: *Blueprint for a Sustainable Economy*. Earthscan, London 2000, s. 62-70; J. Winpenny: *Wartość środowiska: metody wyceny ekonomicznej*. PWE, Warszawa 1995, s. 72-94.

⁶ Nadwyżka konsumenta to dodatkowe korzyści otrzymywane przez część uczestników rynku, które zwiększają osiąganą przez nich użyteczność, ponieważ płacą oni cenę niższą niż ich rzeczywista skłonność do zapłaty.

Z kolei metody bezpośrednie, posługujące się krzywą popytu można podzielić na dwie grupy: podejścia surogatu rynku (ujawnionych preferencji), do których należą metody kosztu podróży (TCM) i ceny hedonicznej (HPM), oraz podejścia oparte na rynku hipotetycznym (deklarowanych preferencji), do których należy metoda wyceny warunkowej (CVM)⁷. Podejścia z grupy metod opierających się na rynku surogatu wykorzystują istniejące rynki powiązane z wycenianym dobrem: w przypadku metody kosztów podróży wycena opiera się na oszacowaniu kosztów dotarcia (i powrotu) oraz korzystania z dobra będącego miejscem rekreacji, bądź powiązanego z nim (np. łowienie ryb), w metodzie ceny hedonicznej z kolei jest szacowana wartość cech związanych z wycenianym dobrem (z reguły jakością środowiska) na podstawie różnic w cenach nieruchomości lub wysokości wynagrodzeń pracowników⁸.

W aspekcie prowadzonych rozważań podstawową wadą narzędzi z pierwszej grupy jest pomijanie wartości pozaużytkowej⁹ ze względu na fakt, że opierają się one na rynkach istniejących dóbr, na które popyt uzależniony jest siłą rzeczy od cech związanych z użytkowaniem tych dóbr¹⁰. Przewagą powyższych podejść nad metodami pośrednimi jest natomiast opieranie wyceny na szacunkach krzywej popytu dobra pozarynkowego, czy to na podstawie rynków dóbr powiązanych, czy rynku hipotetycznego, co umożliwia uwzględnienie nadwyżki konsumenta.

Kategoria nadwyżki konsumenta ma bowiem – w aspekcie oceny efektywności inwestycji – istotne znaczenie, ponieważ powinna być uwzględniona jako element korzyści z projektu. Jest ona bowiem składową społeczną użyteczności jako nadwyżka korzyści konsumentów skłonnych zapłacić cenę wyższą od rynkowej. Ponadto, dla dóbr nie podlegających wymianie na rynku, gdzie cena jest nieobserwowalna, oszacowanie funkcji popytu jest niezbędnym elementem oszacowania nadwyżki społecznej¹¹.

⁷ Do tej ostatniej grupy można również zaliczyć podejście określane mianem rangowania warunkowego (*contingent ranking*), gdzie zamiast bezpośrednich pytań o wycenę respondent jest proszony o ułożenie pewnego rankingu efektów w zależności od indywidualnych preferencji.

⁸ Por. H.F. Campbell, R.P.C. Brown: *Benefit-Cost Analysis. Financial and Economic Appraisal Using Spreadsheets*. Cambridge University Press, Cambridge 2009, s. 276-280.

⁹ Wartość istnienia (pozaużytkowa), obok wartości użytkowej, składa się na całkowitą wartość ekonomiczną dobra. Wartość istnienia jest związana z wartością dobra samą w sobie, niezależnie od możliwości wykorzystania przez człowieka i charakteryzuje przede wszystkim trudne do odtworzenia dobra, np. obszary dzikiej przyrody.

¹⁰ Wśród innych wad można wymienić tu m.in. w odniesieniu do TCM: pomijanie potencjalnych odwiedzających, problem z wartościowaniem miejsc o trudnym dostępie czy podróży wielocalowych; w odniesieniu do HPM: nieefektywne rynki nieruchomości i pracy, trudności ze znalezieniem odpowiedniej liczby obiektów o charakterystykach niezbędnych do porównań. Por. M. Foltyn-Zarychta: *Op. cit.*, s. 102.

¹¹ Nadwyżka społeczna to różnica między korzyściami brutto konsumentów, osiąganymi dzięki produkcji danego dobra, a alternatywnym kosztem zasobów użytych do wytworzenia tego do-

Alternatywą, pozwalającą rozszerzyć zakres wyceny, jest również metoda wyceny warunkowej (*contingent valuation method* – CVM), należąca do grupy pośrednich metod wyceny. Jej celem jest uzyskanie wartości, jaką ludzie przypisują dobrom, usługom bądź innym udogodnieniom, które nie podlegają wycenie rynkowej¹². Podstawową różnicą w stosunku do wymienionych powyżej narzędzi jest wykorzystanie tzw. rynku hipotetycznego. CVM wykorzystuje badania ankietowe, na podstawie których dokonuje się oszacowania wartości dobra na podstawie deklarowanych przez respondentów preferencjach.

Podstawowym wyróżnikiem wyceny warunkowej wśród innych narzędzi wartościowania jest jej uniwersalność, która dotyczy w szczególności dwóch aspektów:

- typu dóbr, jakie mogą być przedmiotem szacowania wartości¹³ – brakuje tu większych ograniczeń co do rodzaju wycenianego dobra; przedmiotem szacunków mogą być zarówno czyste dobra publiczne (oświetlenie na danej ulicy), jak i dobra, gdzie występuje rywalizacja bądź możliwość wykluczenia z konsumpcji (park miejski), a także dobra prywatne, na przykład takie, które dopiero zostaną wprowadzone i nie istnieje jeszcze dla nich rynek¹⁴, bądź rynek ten jest zniekształcony, np. w wyniku działań monopolisty,
- kompleksowości wyceny obejmującej różne kategorie wartości ekonomicznej – wartość dobra przedstawiona może być jako całkowita wartość ekonomiczna, na którą składają się kategorie wartości użytkowej związanej z wykorzystaniem przez człowieka, lub szerzej – charakteryzującej się różnymi formami – bezpośrednimi lub pośrednimi – użyteczności oraz pozaużytkowej, niezwiązanej z żadną formą wykorzystania, a wynikającą jedynie z samego istnienia (wartość dobra samego w sobie i dla siebie, a nie w odniesieniu do innych)¹⁵. Należy bowiem wskazać, że w przypadku niektórych dóbr publicznych, jak np. rzadkie zasoby przyrodnicze, właśnie wartość pozaużytkowa nie jest często ujmowana w innych narzędziach wyceny, jak np. metodzie kosztu podróży bądź w metodach kosztowych.

Do zalet CVM J.C. Whitehead i G.C. Blomquist zaliczają również możliwość oszacowania oczekiwanej skłonności do zapłaty (*willingness to pay* – WTP)

bra. Stronę kosztów kalkuluje się wówczas na podstawie kategorii kosztu alternatywnego, który dla dóbr rynkowych pozwala z kolei oszacować nadwyżkę producenta. Takie podejście stosowane jest w ocenie efektywności za pomocą analizy kosztów-korzyści. Por. m.in. H.F. Campbell, R.P.C. Brown: Op. cit., s. 146-171; E.J. Mishan, E. Quah: *Cost-Benefit Analysis*. Routledge, London and New York 2007, s. 23-31.

¹² Por. V.K. Smith: *Fifty Years of Contingent Valuation*. In: *Handbook on Contingent Valuation*. Ed. A. Alberini, J.R. Kahn. Edward Elgar, Cheltenham, Northampton 2006, s. 7.

¹³ Por. D. Pearce, R. Turner: *Economics of Natural Resources and the Environment*. BPCC Wheatons, Exeter 1990, s. 148.

¹⁴ Warto tu zaznaczyć podobieństwo do badań marketingowych również oceniających możliwy popyt na nowe dobra lub usługi.

¹⁵ Por. M. Foltyn-Zarychta: Op. cit., s. 86-91.

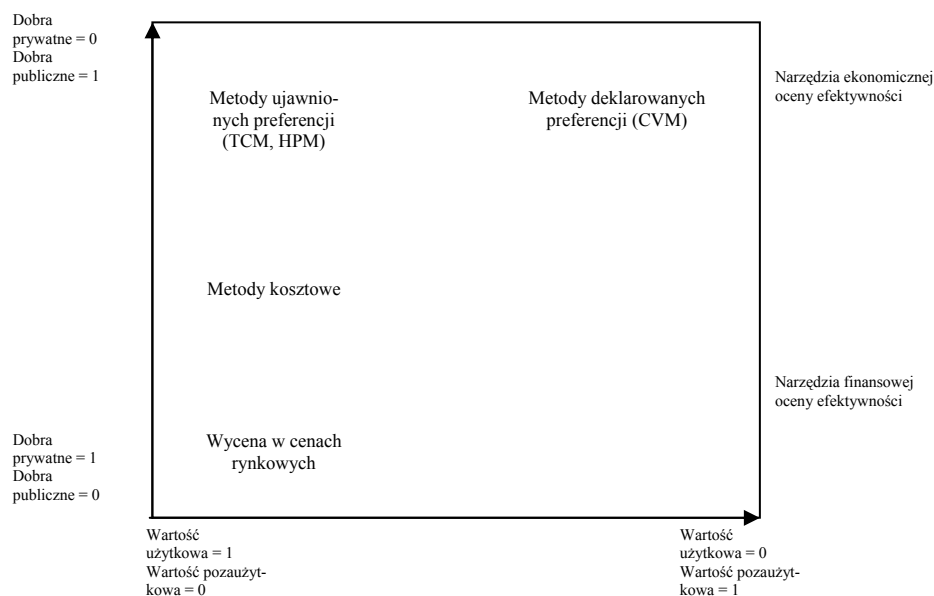
w warunkach niepewności popytu i podaży¹⁶. Metoda ta pozwala nie tylko ująć nadwyżkę konsumenta, ale również wycenić wspomniane wcześniej wartości pozaużytkowe, które jako niezwiązane z żadną formą wykorzystania dobra, nie mogą być zaobserwowane na rzeczywiście istniejących rynkach. Z tej przyczyny wycena warunkowa jawi się jako najbardziej kompleksowa metoda wartościowania w przypadku dóbr pozarynkowych.

Podkreślić należy, że miejsce i niezbędność stosowania CVM w ocenie efektywności projektów są determinowane charakterem inwestycji, a w szczególności cechami dóbr, jakie zmieniają się w wyniku działalności inwestycyjnej. W szczególności potrzeba stosowania CVM z jednej strony wzrasta wraz ze wzrostem ilości dóbr o cechach dóbr publicznych (quasi-publicznych) i czystych dóbr publicznych (choć ta zależność dotyczy w równym stopniu także innych wskazanych powyżej metod), z drugiej strony – zależy od typu wartości charakteryzującej te dobra, a w zasadzie od posiadania przez nie wartości pozaużytkowych. Ilustracją tych zależności jest rysunek 2.

Na osi pionowej oznaczono dobra prywatne oraz publiczne, na osi poziomej – wartość użytkową i pozaużytkową danego dobra. W punkcie początkowym wszystkie dobra, na które oddziałuje inwestycja, mają charakter czystych dóbr prywatnych o wartości wyłącznie użytkowej. W miarę posuwania się w górę skali coraz więcej dóbr nabywa cechy dóbr publicznych (wszystkie bądź niektóre cechy), dążąc do sytuacji, gdzie wszystkie dobra są dobrami publicznymi sensu stricto. W tym aspekcie wycena na dole skali może się opierać na cenach rynkowych, ale w miarę wzrostu udziału dóbr publicznych, efektywność wycen rynkowych zmniejsza się, zatem niezbędne jest włączenie metod kosztowych oraz metod ujawnianych preferencji, jak opisane powyżej metody kosztu podróży i ceny hedonicznej, a także metody wyceny warunkowej. Struktura oddziaływań, podzielona na dobra prywatne i publiczne, wskazuje również na formę oceny efektywności, gdzie na dole skali jest wystarczająca analiza finansowa oparta na cenach rynkowych, natomiast wraz z włączeniem dóbr publicznych niezbędne staje się jej rozszerzenie o ekonomiczne kryteria efektywności¹⁷.

¹⁶ J.C. Whitehead, G.C. Blomquist: The Use of Contingent Valuation in Benefit-Cost Analysis. In: Handbook on Contingent Valuation..., op. cit., s. 95, 101-102.

¹⁷ Zaznaczyć tu należy, że ekonomiczna ocena efektywności, wraz ze wspomnianą wcześniej analizą kosztów-korzyści, nie wyczerpuje oczywiście listy możliwych podejść w ramach podejmowania decyzji inwestycyjnych. Wachlarz metod jest tu bardzo szeroki, poczynając od odmian i uproszczeń CBA, takich jak społeczna analiza kosztów korzyści, analiza kosztowo-efektywnościowa, poprzez metody oparte na analizie wielokryterialnej czy programowaniu matematycznym, a skończywszy na ocenach jakościowo-opisowych. Por. M. Foltyn-Zarychta: Metody oceny efektywności inwestycji zmieniających dobra środowiskowe – próba klasyfikacji. W: Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem. Red. T. Dudycz, G. Osbert-Pociecha. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Wrocław 2010, s. 121-127.



Rys. 2. Zastosowania CVM w ocenie efektywności w zależności od cech dobra będącego przedmiotem oddziaływania projektu inwestycyjnego

W odniesieniu do skali na osi poziomej, wraz z przesuwaniem się w prawo zmniejsza się udział wartości użytkowej, zwiększa zaś udział wartości istnienia. Ze względu na fakt, że z samej definicji ceny rynkowe (czy to, jak dla dóbr prywatnych – bezpośrednio, czy jak dla dóbr publicznych – pośrednio) wyrażają wartość danego dobra dla kogoś, nie ujmują one wartości pozaużytkowych. Dotyczy to zarówno dóbr publicznych, jak i prywatnych¹⁸, gdzie w takim przypadku do uwzględnienia wartości istnienia niezbędne jest wykorzystanie metod deklarowanych preferencji, czyli np. omawianej tu metody wyceny warunkowej¹⁹.

¹⁸ Przykładem dobra prywatnego posiadającego wartość istnienia mogą być dzieła sztuki. Ich ceny, płacone przez nabywców, są związane z użytkowaniem niekonsumpcyjnym o charakterze bezpośrednim bądź pośrednim. Natomiast wartość istnienia może być oszacowana jako pytanie o deklarowaną chęć zapłaty tych osób, które wiedzą, że dane dobro istnieje i przypisują mu wartość, mając świadomość, że nie będą z niego w żaden sposób korzystać.

¹⁹ Oprócz CVM do metod deklarowanych preferencji zalicza się metodę rangowania warunkowego (*conjoint analysis* – CJA) oraz metodę określaną mianem zachowania warunkowego (*contingent behaviour* – CB), która wykorzystuje hipotetyczne wycieczki rekreacyjne dla późniejszego zastosowania metody kosztów podróży lub hipotetyczne lokalizacje dla zastosowania metody ceny hedonicznej. Wspomnieć należy tutaj o podobieństwie CVM do badań marketingowych oceniających preferencje odnośnie dóbr prywatnych, szczególnie w odniesieniu do zastosowania tzw. *conjoint analysis* (CJA), która dekomponuje przedmiot wyboru na zbiór atrybutów i opracowuje ich ranking na podstawie preferencji respondenta i umożliwia wycenę poszczególnych charakterystyk. Por. V.K. Smith: Op. cit., s. 31-32 oraz J.C. Whitehead, G.C. Blomquist: Op. cit., s. 94.

2. Skłonność do zapłaty i skłonność do przyjęcia rekompensaty jako podstawa wyceny warunkowej

CVM jest określana mianem warunkowej, ponieważ wynikiem analizy jest próba określenia zachowań osób w hipotetycznej sytuacji, uwarunkowanej założeniem, że powyższa sytuacja wystąpi w rzeczywistości²⁰. Analiza ta jest dokonywana za pomocą badań ankietowych. W przypadku wyceny za pomocą CVM istotne są zarówno cechy obiektu wyceny, jak i warunków wyboru, w szczególności konsekwencji (kosztów alternatywnych), praw do dokonania wyboru oraz sposobu jego dokonania²¹.

Podstawą wyceny w CVM jest stworzenie rynku hipotetycznego, a więc warunków, w jakich miałyby się odbywać hipotetyczne transakcje wycenianego dobra. Niezbędny jest tu zatem odpowiednio sformułowany scenariusz wyceny, który będzie warunkować wiarygodne wyniki, a w szczególności precyzyjne oszacowanie zmian w dobrobycie jednostek agregowanych później dla otrzymania łącznych korzyści i kosztów projektu. Wycena tych zmian odbywa się z wykorzystaniem miar skłonności (gotowości) do zapłaty (*willingness to pay* – WTP) bądź skłonności do przyjęcia rekompensaty (*willingness to accept* – WTA), które umożliwiają bezpośrednie oszacowanie nadwyżki konsumenta na podstawie jego preferencji.

Powyższe kategorie służą do pomiaru zmian dobrobytu w funkcji użyteczności konsumenta, a więc pozwalają oszacować koszty i korzyści projektu w zgodzie z kategorią krańcowej użyteczności oraz kosztów alternatywnych. WTP służy do pomiaru skłonności do zapłaty za pozytywne efekty projektu bądź za uniknięcie pogorszenia w wyniku inwestycji. WTA z kolei jest miarą szacowania skłonności do przyjęcia rekompensaty za pogorszenie bądź brak poprawy, będące rezultatem projektu (przy danym poziomie dochodu i innych cechach niezmiennych)²².

Wybór odpowiedniej miary będzie determinować sposób zadawania pytań respondentom, a zależy on w szczególności od sposobu określenia praw własności do wycenianego dobra²³, w tym także zdefiniowanie prawa do jego jakości,

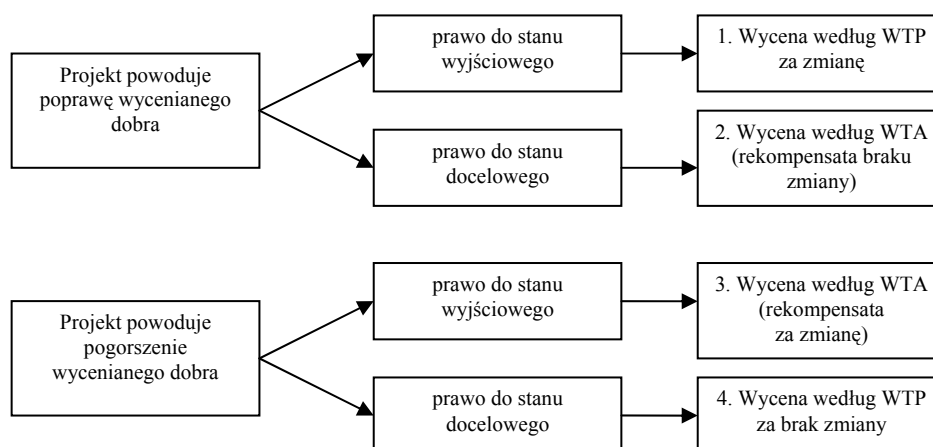
²⁰ Ibid., s. 94.

²¹ R.J. Kopp, K.A. Pease: *Contingent Valuation: Economics, Law and Politics*. In: *Determining the Value of Non-Marketed Goods*. Ed. R.J. Kopp, W.W. Pommerehne, N. Schwarz. Kluwer Academic Publishers, Boston-Dordrecht-London 1997, s. 10.

²² M. Shechter: *Wycena środowiska*. W: *Ekonomia środowiska i zasobów naturalnych*. Red. H. Folmer, L. Gabel, H. Opschoor. Krupski i S-ka, Warszawa 1996, s. 196.

²³ Zdefiniowanie praw polega tu na określeniu, czy respondenci posiadają prawo do wyjściowego bądź docelowego poziomu dobrobytu.

co dotyczy w szczególności dóbr publicznych²⁴. Mogą w związku z powyższym, w zależności od efektów projektu²⁵, wystąpić cztery sytuacje, co ilustruje rysunek 3.



Rys. 3. Możliwości wyceny za pomocą WTP i WTA w zależności od efektu projektu oraz sposobu przypisania praw

Pierwszy przypadek odnosi się do projektu generującego pozytywne zmiany w przedmiocie wyceny. Jeżeli społeczność będąca odbiorcami efektów inwestycji posiada prawo do stanu obecnego (ceny bądź jakości), wówczas wystąpi sytuacja pierwsza, a pytanie ankietowe powinno przyjąć brzmienie:

1. „Ile skłonna/skłonny jest Pani/Pan zapłacić za poprawę jakości / spadek ceny dobra X po realizacji projektu?”.

W drugim przypadku, gdy jednostka ma prawo do sytuacji po zmianie, wycena będzie się odbywać według WTA, a pytanie brzmieć:

2. „Ile skłonna/skłonny jest Pani/Pan zaakceptować jako rekompensatę za brak poprawy jakości/brak spadku ceny dobra X, gdyby projekt nie został zrealizowany?”.

Jeżeli efektem inwestycji będzie pogorszenie, wówczas dla praw do stanu wyjściowego adekwatna będzie sytuacja trzecia, gdzie pomiar, jak w poprzednim przypadku, będzie się odbywać za pomocą WTA, a pytanie będzie miało formę:

²⁴ Zakłada się, że poprawa (pogorszenie) w przypadku dóbr prywatnych może dotyczyć dostarczenia nowych dóbr o wyższej (niższej) jakości (bez zmiany ceny) bądź zwiększenia (zmniejszenia) ilości dostępnych obecnie (zmiana ceny). W przypadku dóbr publicznych poprawa (pogorszenie) jest związana ze zmianą jakości (bądź dostępności) dobra.

²⁵ Warto dodać, że CVM wykorzystuje miary WTP i WTA do pomiaru zarówno wartości użytkowych, jak i pozaużytkowych. Szerzej na ten temat piszą J.C. Whitehead i G.C. Blomquist definiując WTP w odniesieniu do wartości użytkowych oraz pozaużytkowych jako różnicę między dochodem a funkcją wydatków. Por. J.C. Whitehead, G.C. Blomquist: Op. cit., s. 97-101.

3. „Ile skłonna/skłonny jest Pani/Pan zaakceptować jako rekompensatę za pogorszenie jakości / wzrost ceny dobra X jako efekt inwestycji?”.

Jeżeli natomiast jednostki posiadają prawo do stanu docelowego (po pogorszeniu), wówczas pytanie będzie szacować WTP i brzmieć:

4. „Ile skłonna/skłonny jest Pani/Pan zapłacić za brak spadku jakości / wzrostu ceny dobra X, a więc zaniechanie realizacji projektu?”.

Zaznaczyć tu należy, że obie miary przekładają się – w zależności od praw do stanu dobra i typu dobra – na kategorie zmiany/nadwyżki ekwiwalentnej (dobra prywatne/publiczne, prawo do wyjściowego poziomu dobrobytu) oraz zmiany/nadwyżki kompensującej (dobra prywatne/publiczne, prawo do docelowego poziomu dobrobytu). Jest to związane z teoretycznym ujęciem nadwyżki konsumenta, która mierzy prawidłowo zmiany w użyteczności jednostki przy restrykcyjnym założeniu stałości marginalnej użyteczności dochodu. Wymóg ten spełnia krzywa popytu Hicksa²⁶.

Sformułowane powyżej sytuacje oraz odpowiadające im pytania, istotne z teoretycznego punktu widzenia, powinny zostać – jak już wspomniano o tym wcześniej – poparte odpowiednim sformułowaniem scenariusza badania, który – szczególnie w warunkach rynku hipotetycznego – jest istotnym elementem determinującym precyzyjność szacowań.

3. Metodologia wyceny

Metoda wyceny warunkowej opiera się na zdefiniowaniu rynku hipotetycznego, na którym respondenci w badaniu ankietowym dokonują oszacowania w jednostkach pieniężnych wycenianego dobra.

Etapy CVM w literaturze różnią się niekiedy co do liczby i zakresu oraz szczegółowości poszczególnych punktów, ale w ogólnych zarysach przebieg wyceny jest podobny²⁷. Według K.J. Boyle’a etapy wyceny przebiegają następująco:

1. Identyfikacja zmian w ilości bądź jakości, które mają być wyceniane (przedmiot wyceny).

²⁶ Marshallowska krzywa popytu zakłada stałość cen pozostałych dóbr i stałość dochodu, ale nie wymaga stałości użyteczności. Por. C.L. Spash, N. Hanley: *Cost-Benefit Analysis and the Environment*. Edward Elgar, Aldershot 1994, s. 33 oraz M. Foltyn-Zarychta: *Compensating Surplus and Equivalent Surplus in Long Term Public Investment Effects Valuation*. In: *Financial Sciences 5*. Ed. K. Jajuga. Research Papers of Wrocław University of Economics, No. 138. Publishing House of Wrocław University of Economics, Wrocław 2010, s. 31-33.

²⁷ Por. D. Pearce, R. Turner: *Op. cit.*, s. 148-149; J.C. Whitehead: *A Practitioner's Primer on the Contingent Valuation Method*. In: *Handbook on Contingent Valuation...*, *op. cit.*, s. 66-91; P.A. Champ, M.P. Welsh: *Survey Methodologies for Stated Choice Studies*. In: *Valuing Environmental Amenities Using Stated Choice Studies. A Common Sense Approach to Theory and Practice*. Ed. B.J. Kanninen. Springer, Dordrecht 2006, s. 21-40.

2. Identyfikacja, czyje wartości będą wyceniane (ujęcie podmiotowe, odbiorcy efektów projektu).
3. Wybór sposobu pozyskania danych.
4. Wybór wielkości próby.
5. Opracowanie zawartości informacyjnej ankiety:
 - opis przedmiotu wyceny,
 - metoda dostarczenia dobra,
 - sposób płatności,
 - reguła decyzyjna,
 - zakres czasowy płatności.
6. Opracowanie pytania wyceny warunkowej:
 - wybór formatu odpowiedzi,
 - umożliwienie zadeklarowania wartości zerowej w wycenie,
 - opracowanie pytań umożliwiających wyłowienie odpowiedzi protestujących oraz innych typów błędnych odpowiedzi.
7. Opracowanie dodatkowych pytań:
 - w celu uzyskania zależności statystycznych,
 - w celu oceny poprawności odpowiedzi na pytanie o wycenę.
8. Przeprowadzenie badania pilotażowego.
9. Przygotowanie procedur analizy danych i przeprowadzenie analizy statystycznej.
10. Interpretacja wyników²⁸.

Punktem wyjścia jest oszacowanie zmian, jakie mają być efektem projektu i jako takie podlegać ocenie. Istotne jest, że jeśli informacja o tej zmianie jest obciążona ryzykiem bądź niepewnością, wówczas wszelkie oszacowania biorące ją za punkt wyjścia również będą nią obciążone niejako dodatkowo w stosunku do niepewności wynikającej z samego przebiegu badania²⁹.

Następnym krokiem jest zdefiniowanie populacji, która będzie odbiorcą efektów projektu, co jest istotne z punktu widzenia późniejszego generowania próby respondentów w samej ankiecie. Określenie populacji dotyczy zarówno aspektu przestrzennego, jak i innych, np. wyboru, czy badaniem powinny zostać objęte poszczególne osoby, czy też gospodarstwa domowe. W odniesieniu do aspektu przestrzennego J.C. Whitehead i G.C. Blomquist proponują tutaj, aby zamiast ściśle określania liczebności populacji na danym obszarze zastosować kryterium zmniejszającej się wraz z odległością wartości WTP³⁰.

²⁸ K.J. Boyle: Contingent Valuation in Practice. In: A Primer on Non-Market Valuation. Ed. P.A. Champ, K.J. Boyle, T.C. Brown. Kluwer Academic Publishers, Boston-Dordrecht-London 2003, s. 116.

²⁹ Ibid., s. 117.

³⁰ J.C. Whitehead, G.C. Blomquist: Op. cit., s. 109.

W kolejnym kroku jest podejmowana decyzja odnośnie sposobu pozyskania danych. K. Boyle podkreśla, że każda z powyższych metod ma tak wady, jak i zalety, poczynając od kosztów, poprzez adekwatność opisu dobra, a kończąc na wiarygodności uzyskanych rezultatów³¹. Wśród sposobów przeprowadzania wywiadów można wymienić³²:

1. Bezpośrednie (*face to face*) – bezpośrednia rozmowa z respondentem; umożliwia najpełniejsze przedstawienie wycenianego dobra i minimalizuje odsetek nieudzielonych lub błędnych odpowiedzi, wymaga jednak największych nakładów finansowych i czasowych. Występuje tu również najwyższe ryzyko wpływu ankietera na udzielane odpowiedzi.
2. Samodzielnie wypełniane kwestionariusze (*self-fill questionnaires*) – odsetek odpowiedzi jest niższy, podobnie jak koszt przeprowadzenia badania. Ankiety tego typu mogą być np. pozostawiane w ocenianym miejscu rekreacji dostępnym publicznie.
3. Wywiady telefoniczne (*telephone interviews*) – są stosunkowo tanie, łatwo można dotrzeć do reprezentatywnej próby, wysokie są również wskaźniki odpowiedzi, jednak niektóre aspekty są trudne do wyjaśnienia bez dodatkowych pomocy wizualnych, jak rysunków czy wykresów (np. przy wycenie zmian w krajobrazie)³³.
4. Ankiety wysyłane pocztą (*mail shots*) – stosunkowo tanie, niewielkie wskaźniki odpowiedzi, ograniczenia w swobodnym doborze formatu pytań podobne jak w przypadku kwestionariuszy do samodzielnego wypełnienia³⁴. K.J. Boyle wskazuje, że jest to najczęstsza forma ankietowania³⁵.
5. Ankiety internetowe – A.E. Boardman (i in.) wskazuje na niskie koszty wysyłki, niskie ryzyko wpływu ankietera oraz szerokie możliwości posługiwania się pomocami multimedialnymi dla prezentacji wycenianego dobra, łącznie z możliwością zadawania pytań. Z drugiej strony pojawia się tu problem z dotarciem do grupy reprezentatywnej, ponieważ odpowiedzą tylko zainteresowani. Ponadto niezamawiana korespondencja może być eliminowana przez programy antyspamowe³⁶.

³¹ K.J. Boyle: Op. cit., s. 120-122.

³² C.L. Spash, N. Hanley: Op. cit., s. 54.

³³ C.L. Spash i N. Hanley wskazują na tę metodę jako najmniej zalecaną z uwagi na ograniczony czas skupienia uwagi respondenta, por.: ibid.

³⁴ S. Georgiou: Metody wyceny warunkowej. W: Ekonomiczna wycena środowiska przyrodniczego (materiały konferencyjne). Red. G. Anderson, J. Śleszyński. Ekonomia i Środowisko, Białystok 1996, s. 122-123.

³⁵ K.J. Boyle: Op.cit., s. 121.

³⁶ 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. 364.

Niekiedy typy wywiadów są łączone, np. wywiad telefoniczny z ankietą pocztową, co zwiększa odsetek odpowiedzi i umożliwia wykorzystanie informacji prezentowanych w formie wizualnej³⁷.

Poprawność badania jest warunkowana przez losowy dobór próby. Może on być prosty, gdzie każda jednostka z badanej populacji ma taką samą szansę bycia respondentem, lub dokonany metodą reprezentacyjną (*stratified*), gdzie każdy członek danej grupy ma taką samą szansę. W zależności od typu zadawanych pytań wielkość próby może się różnić, przykładowo dla pytań otwartych R.C. Mitchell i R.T. Carson wskazują, że zalecane wielkości prób, w zależności od zakładanej precyzji badania, wahają się od ponad 9000 (przy założeniu, że 95% wyników nie będzie odchyłać się o więcej niż 0,05 od rzeczywistych wartości) do 161 (90% wyników pozostanie w zakresie zmian $\pm 10\%$)³⁸.

Istotnym elementem jest opracowanie zawartości informacyjnej ankiety. Scenariusz wyceny powinien być krótki, realistyczny i zrozumiały dla respondenta; powinien zawierać opis dobra (realizowanej polityki), proponowanej zmiany w jego alokacji, sposobu płatności oraz zasady, która będzie kierować podjęciem decyzji o implementacji projektu³⁹. Wyceniane dobro może zostać opisane poprzez zespół cech – konsekwencji transakcji, które mogą być zarówno pozytywne, jak i negatywne⁴⁰. Sposób zapłaty (*payment vehicle*) z reguły jest wyrażany w pieniądzu, choć R.C. Bishop (i in.) wskazuje również na inne możliwości, jak np. wyrażenie wartości w godzinach pracy⁴¹. Sposób zapłaty powinien być dobrany realistycznie, w taki sposób, aby uniknąć wyceny na poziomie niewiarygodnym, odbiegającym od rzeczywistych preferencji (wyceny zbyt wysokie, zbyt niskie, protestujące). Istotne jest również określenie zakresu czasowego płatności (jednorazowa, cykliczna, stała)⁴². W scenariuszu badania CVM powinien również zostać zdefiniowany „rynek” dobra (*marketplace*), czyli kontekst transakcji, a więc kto jest potencjalnym uczestnikiem transakcji, kiedy i jak dobro będzie dostarczone oraz regułą decyzyjną, od której zależy zawarcie „transakcji”⁴³. Istotny jest w szczególności wybór reguły decyzyjnej, która, przedstawiona w ankiecie, pozwala respondentom realistycznie ocenić możli-

³⁷ G. Garrod, K.G. Willis: Op. cit., s. 136-138.

³⁸ R.C. Mitchell, R.T. Carson: Using Surveys to Value Public Goods: The Contingent Valuation Method. Resources for the Future, Washington, D.C. 1989, za G. Garrod, K.G. Willis: Op. cit., s. 138-139.

³⁹ J.C. Whitehead: Op.cit., s. 72.

⁴⁰ R.C. Bishop, P.A. Champ, T.C. Brown, D.W. McCollum: Measuring Non-Use Values: Theory and Empirical Applications. In: Determining the Value of Non-Marketed Goods. Ed. R.J. Kopp, W.W. Pommerehne, N. Schwarz. Kluwer Academic Publishers, Boston-Dordrecht-London 1997, s. 65-66.

⁴¹ Ibid., s. 66

⁴² Por. K.J. Boyle: Op. cit., s. 129-133.

⁴³ R.C. Bishop, P.A. Champ, T.C. Brown, D.W. McCollum: Op. cit., s. 67.

wość wprowadzenia w życie zmiany, która jest przedmiotem głosowania – wyceny w ankiecie.

Kolejnym etapem jest opracowanie pytania czy też pytań wyceny warunkowej, których typ determinuje późniejsze metody agregacji danych. Literatura wyróżnia tu następujące rodzaje pytań⁴⁴:

1. Pytania otwarte – ciągłe (*open-ended questions*) – respondentowi jest pozostawiony wolny wybór co do wysokości kwoty wyceny. Zaleca się wykorzystanie takich pytań, gdy respondenci mają już doświadczenie z podobnymi dobrami – w przypadku dóbr niepowtarzalnych lub nieposiadających odpowiedników rynkowych respondenci mogą mieć problemy z wyceną, szczególnie wartości istnienia.
2. Pytania zamknięte (*closed-ended questions*) – respondentowi jest prezentowany szereg wartości, spośród których może wybrać kwotę preferowaną przez siebie. Pytania zamknięte mogą też występować jako karta płatności (*payment card*), w której są prezentowane potencjalne wpłaty na rzecz dobra, od poziomu 0 do pewnego górnego pułapu. Respondenci mogą zdecydować jaką kwotę (odpowiadającą ich maksymalnej WTP lub minimalnej WTA), np. poprzez system podatkowy, będą łożyć na wyceniane dobro, porównując tę wartość z płatnościami dokonywanymi tą samą drogą na rzecz substytutów, dóbr komplementarnych lub innych, niezależnych dóbr publicznych.
3. Pytania wyboru dwudzielnego – dyskretnie, referendum (*dichotomous choice questions, referendum method*) – jest prezentowana tylko jedna wartość, którą dana osoba może zaakceptować lub odrzucić. Powyższy typ wymaga stosunkowo dużej próby w porównaniu z innymi metodami⁴⁵. Dla poszczególnych jednostek (grup) proponowana wartość zmienia się w sposób losowy⁴⁶. Zwraca się uwagę, że metoda ta – „weź lub zostaw” (*take-it-or-leave-it*) – jest najbliższa warunkom panującym na prawdziwym rynku⁴⁷.
4. Pytania licytacji iteracyjnej lub seria pytań wyboru dwudzielnego (*iterative bidding format, bidding game*) – respondent odpowiada na serię pytań dwudzielnych. Jeżeli akceptuje pierwszą podaną wartość, w następnym pytaniu kwota jest zwiększana, w odwrotnym przypadku – zmniejszana (zazwyczaj o połowę). W ten sposób jest otrzymywany przedział, w którym mieści się WTP respondenta.

W ankiecie znajdują się również dodatkowe pytania, które mają określić profil respondenta (wiek, status ekonomiczny itp.), tak aby możliwe było póź-

⁴⁴ Por. D. Pearce, E.B. Barbier: Op. cit., s. 70.

⁴⁵ Por. A.E. Boardman, D.H. Greenberg, A.R. Vining, D.L. Weimer: Op. cit., s. 366.

⁴⁶ Metoda ta jest zalecana przez National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA) w Stanach Zjednoczonych. Por. M. Berggren, S. Ståhl: *Paying for Environmental Services: A Choice Experiment of Water in Turrialba, Costa Rica*. School of Economics and Commercial Law, Gothenburg University, Gothenburg 2003, s. 19.

⁴⁷ G. Garrod, K.G. Willis: Op. cit., s. 134-136.

niejsze zweryfikowanie wyników na podstawie zdefiniowanych założeń (np. dochody powinny być skorelowane z wysokością deklarowanej płatności), a także aby ocenić poprawność odpowiedzi (np. w odniesieniu do osób deklarujących zerową skłonność do zapłaty – tzw. wyceny protestujące, *protest bids*).

Literatura proponuje, aby właściwe badanie CVM było poprzedzone badaniem pilotażowym, które może mieć charakter badania fokusowego, gdzie w małej grupie (8-10 osób, czas trwania – 1-2 godz.) problem jest poddawany dokładnej analizie: grupie są przekazywane wszystkie podstawowe informacje, które służą potem respondentom do oszacowania ich WTP lub WTA⁴⁸. Dane zebrane podczas badań fokusowych wykorzystywane są przy opracowaniu kwestionariusza i szczegółów merytorycznych właściwego badania CVM⁴⁹.

Analiza zebranych danych opiera się na metodach statystycznych. Proponowanymi miarami są średnia, mediana, rozkłady częstości oraz miary dyspersji⁵⁰. G. Garrod i K.G. Willis podkreślają, że kwota wyznaczona za pomocą mediany będzie wskazywać „średkowego” respondenta, co może okazać się przydatne przy podejmowaniu decyzji, jak w systemie głosowania opartym na zwykłej większości. Zwracają oni uwagę na fakt, że mediana będzie zaniżać wielkość użyteczności czerpanej przez jednostkę. Pomocne mogą być również estymatory oparte na zawężonym zakresie odpowiedzi (*trimmed estimators*), kiedy to odcina się 5%-10% najwyższych i najniższych oszacowań, aby wyeliminować błędne odpowiedzi⁵¹. Badane są również związki wielkości WTA i WTP z danymi o sytuacji społeczno-ekonomicznej respondentów w celu weryfikacji spójności uzyskanych wyników. Istotnym elementem jest ponadto oszacowanie parametrów funkcji wyceny w odniesieniu do poszczególnych cech socjoekonomicznych lub preferencji respondenta oraz dostępności dóbr substytucyjnych, czyli funkcji popytu dla wycenianego dobra⁵². Wartość WTP w przypadku pytań wyboru

⁴⁸ Badanie pilotażowe może również zawierać uproszczoną wersję ostatecznej ankiety. Por. T. Żylicz, I. Bateman, S. Georgiou, A. Markowska, D. Dziegielewska, R.K. Turner, A. Graham, I. Langford: Contingent Valuation of Eutrophication Damage in the Baltic Sea Region. CSERGE Working Paper GEC 95-03, s. 12-13.

⁴⁹ Por. C.L. Spash, N. Hanley: Op. cit., s. 54.

⁵⁰ Por. K.J. Boyle: Op. cit., s. 148.

⁵¹ G. Garrod i K.G. Willis proponują tu użycie estymatorów zmodyfikowanych (*modified estimators*), gdzie odpowiedzi nieprawidłowe, wynikające m.in. z błędu strategicznego, są identyfikowane i eliminowane poprzez specjalne pytania. Na tym etapie są nieuwzględniane „wyceny protestujące” – o wartości zerowej niewynikającej z przypisywania zerowej wartości wycenianemu dobru. Zob. G. Garrod, K.G. Willis: Op. cit., s. 139-140, 182 oraz C.L. Spash, N. Hanley: Op. cit., s. 55.

⁵² Zmienną zależną jest miara WTP/WTa objaśniana przez szereg zmiennych niezależnych: $WTP_i = f(Y_i, A_i, E_i, Q_i)$, gdzie WTP_i – skłonność do zapłaty za wyceniane dobro i-tego respondenta, Y_i – dochód i-tego respondenta, A_i – wiek i-tego respondenta, E_i – poziom wykształcenia i-tego respondenta, Q_i – „ilość” jakości środowiska dostępna dla i-tego respondenta. W przypadku pytań otwartych można się tu posługiwać regresją, stosując metodę najmniejszych kwadratów. Por. C.L. Spash, N. Hanley: Op. cit., s. 56 oraz S. Georgiou: Op. cit., s. 131.

dwudzielnego jest otrzymywana przez obliczenie prawdopodobieństwa zapłaty poszczególnych kwot, dzięki czemu jest tworzona funkcja popytu jako zależność ceny i prawdopodobieństwa zapłaty. Miarą korzyści jest w tym przypadku obszar pod krzywą popytu. Do oszacowania krzywej są wykorzystywane modele statystyczne oraz modele dyskretne (modele logit lub probit)⁵³. Te ostatnie modele G. Garrod i K.G. Willis proponują zastosować w przypadku rangowania warunkowego, metody pokrewnej w stosunku do CVM⁵⁴. Następnie wielkości te są agregowane dla całej populacji. C.L. Spash i N. Hanley zwracają tu także uwagę na agregację uzyskanych wielkości w czasie, co w ocenie efektywności projektu przekłada się na włączenie wycenionej wielkości w strumień dyskontowanych rocznych kosztów i korzyści, a następnie ich sumowanie⁵⁵.

Badanie kończy interpretacja oraz weryfikacja poprawności uzyskanych rezultatów, która polega przede wszystkim na sprawdzeniu poprawności teoretycznej, czyli zgodności uzyskanych rezultatów z teoriami ekonomicznymi, porównania z wynikami podobnych badań, sprawdzenia wielkości udziału odpowiedzi protestujących, a także oceny możliwych błędów charakterystycznych dla tego typu badania.

4. Przydatność CVM w procesie oceny efektywności inwestycji – wybrane problemy

Wspomniane powyżej błędy, jakie mogą się pojawić w badaniach wyceny warunkowej, są jednym z głównych niedostatków tego narzędzia. Jako że CVM opiera się na rynku hipotetycznym, jej zaletą jest szeroki zakres stosowania, a także kompleksowość wyceny w odniesieniu do kategorii wartości ekonomicznej dobra. Jednakże to samo założenie dotyczące formułowania nieistniejącego w rzeczywistości rynku, połączone z niedostatkami wynikającymi z samego zastosowania ankiety jako narzędzia zbierania danych (np. problem doboru próby), powoduje wiele trudności mogących obniżyć precyzyjność oszacowań. Z punktu widzenia oceny efektywności inwestycji rzeczowych ma to o tyle istotne znaczenie, że dla wieloletnich przedsięwzięć możliwe błędy w oszacowaniach mogą kumulować się znacząco, wpływając na ostateczny wynik oceny.

⁵³ A.E. Boardman (i in.) wskazuje również odmianę powyższej metody, gdzie zamiast jednego pytania zadawane są dwa. W drugim pytaniu, w zależności od odpowiedzi na pierwsze, wyjściowa kwota ulega podwojeniu lub jest zmniejszana o połowę. Wskazuje się tu na niebezpieczeństwo zniekształcenia wyników przez sugerowanie się respondentów wysokością płatności z pierwszego pytania. A.E. Boardman, D.H. Greenberg, A.R. Vining, D.L. Weimer: *Op. cit.*, s. 362-363; por. także S. Georgiou: *Op. cit.*, s. 131.

⁵⁴ G. Garrod, K.G. Willis: *Op. cit.*, s. 212; por. także C.L. Spash, N. Hanley: *Op. cit.*, s. 69-70.

⁵⁵ Por. C.L. Spash, N. Hanley: *Op. cit.*, s. 57.

Literatura przedmiotu wskazuje wiele błędów mogących wystąpić w badaniu⁵⁶. Wśród najistotniejszych należy przede wszystkim wymienić tzw. błąd strategiczny, który D. Pearce i R. Turner definiują w odniesieniu do zachęty do zachowań „gapowicza” (*free rider effect*), a więc nieprawidłowych (zaniżonych) oszacowań skłonności do zapłaty respondentów⁵⁷. Problem ten jest typowy dla dóbr publicznych ze względu na brak możliwości wykluczenia z konsumpcji.

Istotnym źródłem nieprawidłowości oszacowań jest również błąd zawartości ankiety (*design bias*), który może wynikać z trzech źródeł:

- błędu punktu początkowego (*starting point bias*), dotyczącego ankiet, gdzie respondentom jest sugerowana kwota, którą powinni zadeklarować (pytania wyboru dwudzielnego, lista płatności). Zbyt wysoka lub niska wartość początkowa może wpływać na odpowiedzi ankietowanych. Błędu tego są natomiast pozbawione ankiety wykorzystujące pytania otwarte⁵⁸,
- błędu sposobu płatności (*payment vehicle*), związanego z wyborem sposobu płatności mogącego powodować sprzeciw respondentów, jak podniesienie podatku czy opłaty, szczególnie związanej z dobrami pierwszej potrzeby (np. opłata za prąd, wodę itp.),
- błędu informacji (*information bias*), związanego ze zmianą wyceny dobra pod wpływem zakresu bądź kolejności informacji dostarczonych respondentowi⁵⁹.

Podkreślane jest również znaczenie błędu rynku hipotetycznego (*hypothetical bias*), związanego z brakiem faktycznego rynku dla badanego dobra, którego percepcja może być niewystarczająca, a w związku z tym deklarowane preferencje mogą odbiegać od oszacowań, jakie dotyczyłyby prawdziwego rynku. J.C. Whitehead i G.C. Blomquist podkreślają, że głównym problemem jest przeszacowywanie rzeczywistej WTP w badaniach opartych na rynku hipotetycznym, w odniesieniu zarówno do dóbr publicznych, jak i prywatnych. Przeszacowania te są przypisywane np. zbyt optymistycznemu oszacowywaniu przez respondentów przyszłego dochodu oraz czasu do dyspozycji⁶⁰. Należy tu również wskazać, że przyczyną może być potraktowanie pytania jako swobodnego głosowania, bez chęci wniesienia deklarowanej opłaty, a wyrażającego jedynie przekonanie o słuszności wprowadzanego projektu. S. Georgiou wskazuje, że na

⁵⁶ Por. m.in.: K.J. Boyle: Op. cit., s. 152-155; C.L. Spash, N. Hanley: Op. cit., s. 58-62; D. Pearce, R. Turner: Op. cit., s. 149-153; B. Kriström: Practical Problems in Contingent Valuation. In: Determining the Value of Non-Marketed Goods. Ed. R.J. Kopp, W.W. Pommerenhe, N. Schwarz. Kluwer Academic Publishers, Boston-Dordrecht-London 1997, s. 235-264; J. Rolfe, J. Bennet: Framing Effects. In: The Choice Modelling Approach to Environmental Valuation. Edward Elgar, Cheltenham, Northampton 2001, s. 202-224; P.A. Champ, M.P. Welsh: Op. cit., s. 26-28.

⁵⁷ Por. D. Pearce, R. Turner: Op. cit., s. 149-150.

⁵⁸ Ibid., s. 149-151.

⁵⁹ Por. D. Pearce, A. Markandya: Op. cit., s. 36; C.L. Spash, N. Hanley: Op. cit., s. 60.

⁶⁰ J.C. Whitehead, G.C. Blomquist: Op. cit., s. 103.

podstawie przeprowadzonych badań stwierdzono wysoką zbieżność pomiędzy WTP a „rzeczywistymi” cenami rynkowymi, natomiast w przypadku WTA nie zanotowano podobnych zależności⁶¹.

J.C. Whitehead i G.C. Blomquist podkreślają również potrzebę dostosowania użytej miary (WTP lub WTA) dla odzwierciedlenia faktycznego sposobu przypisania praw własności, co zostało przedstawione na rysunku 2. Wskazują oni zarazem na rozbieżności pomiędzy obiema tymi miarami, ponieważ z reguły wyższe oszacowania deklarowane są w pytaniach o skłonność do przyjęcia rekompensaty⁶².

Istotny wydaje się w badaniach tego typu również problem odpowiedzi protestujących, szczególnie w odniesieniu do dóbr publicznych. W tym kontekście odpowiedzi te mogą stanowić wyraz ogólnego stosunku respondentów do władz i nakładanych przez nich podatków, a także samej zapłaty za dobra publiczne⁶³.

Przytoczone powyżej problemy nie wyczerpują oczywiście listy niedostatków wyceny warunkowej. Rozważając przydatność w tym kontekście CVM należy jednak wskazać za V.K. Smithem, że mimo licznych eksperymentów mających potwierdzić bądź wykluczyć zasadność wykorzystywania tego narzędzia, nie udało się wskazać takiego, który by jednoznacznie wykazał przydatność bądź bezużyteczność metody⁶⁴.

Podsumowanie

Zastosowanie metody wyceny warunkowej w analizie efektywności projektów inwestycyjnych niewątpliwie rozszerza zakres stosowania ocen. W odniesieniu do dóbr niepodlegających wymianie rynkowej, gdzie ceny nie występują bądź nie oddają ich faktycznej wartości, metody takie jak CVM, pozwalają uwzględnić powyższe dobra w ocenie projektu i zestawzić z innymi nakładami i efektami wyrażonymi w cenach rynkowych. Istotna jest tu również możliwość odzwierciedlenia nadwyżki konsumenta poprzez wykorzystanie miar WTP i WTA, a także wszystkich kategorii wartości ekonomicznej, łącznie z pomijaną w metodach deklarowanych preferencji wartością pozaużytkową, co szczególnie do-

⁶¹ S. Georgiou: Op. cit., s. 128.

⁶² J.C. Whitehead, G.C. Blomquist: Op. cit., s. 107-108.

⁶³ B. Haddad i R. Howarth wyliczają za B. Jorgensenem i G. Symem m.in. następujące powody: „na ten cel powinny być użyte pieniądze publiczne”, „władze już teraz marnują zbyt dużo pieniędzy”, „używanie dobra publicznego jest prawem, za które nie powinno się płacić”. Por. B. Haddad, R. Howarth: Protest Bids, Commensurability, and Substitution: Contingent Valuation and Ecological Economics. In: Handbook on Contingent Valuation. Ed. A. Alberini, J.R. Kahn. Edward Elgar, Cheltenham, Northampton 2006, s. 135.

⁶⁴ Por. V.K. Smith: Op. cit., s. 36.

tyczy dóbr rzadkich, nieposiadających substytutów. Liczne zalety CVM nie powinny jednak przesłaniać ograniczeń metody, odnoszących się zarówno do samej wiarygodności wycen opartych na badaniu ankietowym, jak i błędów związanych z publicznym charakterem wycenianego dobra oraz wynikającej z tego hipotetyczności rynku.

Należy wspomnieć, że wycena efektów pozarynkowych, w szczególności dla projektów podejmowanych przez władze w ramach realizowanych celów polityki podnoszenia dobrobytu społecznego, może determinować dodatnią wartość ekonomiczną takich inwestycji, gdzie z jednej strony występują ujęte pieniądze nakłady, z drugiej zaś – jako efekt – zmiany dóbr posiadających cechy dóbr publicznych, gdzie brakuje typowych dla inwestycji komercyjnych przychodów. Wycena powyższych dóbr, mimo wspomnianych ograniczeń, pozwala tu w miarę rzetelnie porównać wydatki z efektami, które bez użycia tych narzędzi, mogłyby pozostać w ujęciu jakościowym.

W. Behrens i P.M. Hawranek podkreślają znaczenie wyceny makroekonomicznej projektu, w ramach której funkcjonuje wycena warunkowa, także dla inwestorów lub jednostek finansujących, ponieważ rozszerzenie klasycznych analiz finansowych o ujęcie korzyści społecznych pozwala sięgnąć po środki polityki publicznej⁶⁵. Dobrym przykładem mogą być tutaj programy unijne, wspierające zarówno inwestycje publiczne, jak i prywatne w bardzo szerokim spektrum realizowanych zadań, począwszy od inwestycji infrastrukturalnych, ochrony środowiska, a skończywszy na projektach miękkich, związanych z rozwojem kapitału ludzkiego⁶⁶.

Metoda wyceny warunkowej stanowi niewątpliwie ważne uzupełnienie oceny efektywności projektów inwestycyjnych. Jej istotność wzrasta znacząco w odniesieniu do tych zamierzeń, dla których istotna część nakładów i efektów ma charakter dóbr nieposiadających ceny rynkowej, a wyróżniających się wartościami pozaużytkowymi. Niemniej jednak narzędzie to wymaga dalszych badań, zarówno o charakterze teoretycznym, jak i aplikacji w praktyce, których celem byłoby zminimalizowanie licznych niedostatków metody, co gwarantowałoby większą trafność podejmowanych na tej podstawie decyzji inwestycyjnych.

⁶⁵ W. Behrens, P.M. Hawranek: Poradnik przygotowania przemysłowych studiów feasibility. UNIDO, Warszawa 1993, s. 402.

⁶⁶ Należy zaznaczyć, że KE wskazuje raczej na metody oparte na ujawnionych preferencjach, wskazując bezpośrednie badania skłonności do zapłaty jako często mniej wiarygodne. Por. Przewodnik do analizy kosztów i korzyści projektów inwestycyjnych. Dyrekcja Generalna ds. Polityki Regionalnej, Komisja Europejska, 2008, s. 59, http://www.mrr.gov.pl/aktualnosci/fundusze_europejskie_2007_2013/documents/guide2008_pl.pdf (20.09.2011).

CONTINGENT VALUATION METHOD IN INVESTMENT PROJECT APPRAISAL**Summary**

The paper examines the utilization of contingent valuation in the appraisal procedure of investment projects. The method applicability conditions were assessed in the light of type of the good that was changed by the project as well as dependent on the existence of non-use value. Next, an analysis of WTP and WTA as theoretical measures of welfare changes was carried out followed by the study in valuation procedure together with the method shortages in the light of the investment decision process.

O WYCENIE OBLIGACJI Z RÓŻNĄ CZĘSTOŚCIĄ WYPŁATY ODSETEK

Wprowadzenie

Do fundamentalnych problemów związanych z dowolnym instrumentem finansowym należy m.in. kwestia jego wyceny. Pojawienie się ogromnej liczby nieznanych dotąd instrumentów wymusiło powstanie nowej dyscypliny naukowej zajmującej się innowacjami finansowymi – inżynierii finansowej. Począwszy od przełomowych prac z lat 70. ubiegłego stulecia dotyczących określania wartości opcji europejskich obserwuje się niezwykle szybki, dynamiczny rozwój tej dziedziny. Efektem ciągle prowadzonych badań i rozważań teoretycznych jest stworzenie nowych koncepcji oraz modeli wyceny poszczególnych instrumentów finansowych. Za stosunkowo najmniej skomplikowane można uznać procedury związane z określaniem cen obligacji. Tym niemniej nawet niektóre powszechnie używane wzory wykorzystywane do wyceny tych papierów wartościowych mogą budzić pewne wątpliwości. Celem niniejszego opracowania jest analiza zasadności ich stosowania w sytuacji, gdy mamy do czynienia z różną częstością wypłaty odsetek.

Jednym z najistotniejszych instrumentów finansowych będących przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym są obligacje. Szczegółowych definicji objaśniających, czym jest obligacja, istnieje wiele, jednak w zasadzie wszystkie podkreślają, że jest ona „[...] papierem wartościowym rynku kapitałowego [...] stwierdzającym zobowiązanie emitenta wobec posiadacza obligacji (obligatariusza) do spłaty kwoty długu oraz ewentualnie innych świadczeń w określonym terminie”¹. Rosnące zapotrzebowanie na finansowanie zgłaszane zarówno przez podmioty sektora prywatnego, jak i publicznego doprowadziło do dynamicznego rozwoju tego segmentu rynku. W obecnej chwili w obrocie znajdują się różnorodne obligacje o wartości nominalnej opiewającej na biliony dolarów. W zależności od przyjętych kryteriów można je odpowiednio klasyfikować (m.in. według rodzaju świadczenia związanego z instrumentem, sposobu naliczania odsetek, waluty, w której wyrażone jest zobowiązanie, emitenta). Dla potrzeb niniejszego opracowania istotny jest podział na obligacje:

¹ Leksykon Finansów. PWE, Warszawa 2001, s. 184-185.

1. O kuponie zmiennym (np. emitowane przez amerykański Departament Skarbu indeksowane inflacją *Treasury Inflation Protected Securities*).
2. O kuponie stałym (większość obligacji oszczędnościowych dostępnych na rynku, np. obligacje dwuletnie emitowane przez polskie Ministerstwo Finansów).
3. Bez kuponowe (w przypadku których dochód jest realizowany wyłącznie w postaci dyskonta).

Przedmiotem analizy będą wyłącznie obligacje o kuponie stałym.

1. Założenia

W niniejszym punkcie zostaną opisane założenia przyjęte dla potrzeb wyceny obligacji. Niektóre z nich mogą być krytykowane jako zbyt upraszczające rzeczywistość. Należy jednak mieć na uwadze, że ich uchylenie utrudniałoby znacznie ukazanie problemu i niepotrzebnie zaciemniałoby istotę rzeczy.

Pierwsze poczynione założenie to warunek mówiący, że analizowana obligacja jest papierem wartościowym o stałym kuponie oraz jest pozbawiona ryzyka. Przyjmujemy zatem, że strumienie korzyści pieniężnych otrzymywanych przez posiadacza obligacji są niezmiennie i z góry określone. Ponadto pomijamy wszelkie kwestie związane z ewentualnym ryzykiem niewykupienia obligacji, względnie niewypłacenia odsetek w danym okresie.

Proces wyceny obligacji może być rozpatrywany dwojako: jako proces ustalania jej wartości w celu porównania z bieżącą ceną rynkową bądź jako proces określania stopy zwrotu z zainwestowanego w nią kapitału². Dla potrzeb niniejszej analizy zostanie przyjęte założenie, że rynek obligacji jest rynkiem efektywnym informacyjnie, tj. że w dowolnym momencie cena papieru wartościowego równa się jego wartości wewnętrznej. Teoria efektywności informacyjnej rynków kapitałowych nie została jednoznacznie zaakceptowana ani odrzucona (i prawdopodobnie nigdy nie będzie), tym niemniej wyeliminowanie ewentualnej różnicy między ceną rynkową a wartością wewnętrzną obligacji znacznie ułatwi przeprowadzenie dalszego wywodu.

Przyjmuje się założenie braku możliwości arbitrażu, oznaczające, iż nie istnieje strategia dominująca (tzn. umożliwiająca przekształcenie kapitału zerowego w dodatni bez ponoszenia ryzyka). Ponadto przyjęcie tego założenia prowadzi do stwierdzenia, że jest spełnione prawo jednej ceny – tj. że istnieje tylko jedna cena określonego instrumentu finansowego³.

² W. Dębski: Rynek finansowy i jego mechanizmy. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 230.

³ S. Pliska: Introduction to Mathematical Finance. Discrete Time Models. Blackwell, Oxford 2001, s. 4-10.

Zakłada się, że inwestorzy mają nieograniczone możliwości pożyczania i lokowania środków po tej samej, wolnej od ryzyka stopie procentowej⁴. Jest to założenie bardzo często przyjmowane w najrozmaitszych modelach wyceny aktywów⁵.

Przyjęcie, że jest dopuszczalne lokowanie i pożyczanie środków finansowych po tej samej stopie procentowej i bez ograniczeń nie jest jednak dla potrzeb niniejszej analizy wystarczające. Niezbędne jest inne założenie, odnoszące się do struktury terminowej stóp procentowych. Najprostszym i jednocześnie najbardziej użytecznym rozwiązaniem tej kwestii jest przyjęcie, że krzywa dochodowości jest idealnie płaska oraz niezmienna w czasie. Zakłada się więc, że jednoroczna, dwuletnia itp. stopa procentowa są sobie równe oraz nie ulegną zmianie w przyszłości. Płaska krzywa dochodowości jest w praktyce rzadko obserwowana, jej stosowanie umożliwia jednak uniknięcie komplikacji obliczeniowych związanych z faktem, że dla różnych okresów poziom jednookresowej stopy procentowej jest odmienny.

2. Stosowany model wyceny

W procesie wyceny obligacji wykorzystuje się rachunek wartości pieniądza w czasie. Wartość wewnętrzna (i jednocześnie w świetle poczynionych założeń cena) obligacji jest określana po prostu jako zdyskontowana suma przepływów pieniężnych generowanych w związku z posiadaniem tego papieru wartościowego. Dlatego też powszechnie stosowany jest wzór⁶:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t} + \frac{M}{(1+r)^n}, \quad (1)$$

gdzie:

P – wartość (cena) obligacji,

C_t – dochód uzyskany w okresie t (właściwie na koniec okresu t),

M – nominał obligacji,

r – stopa zwrotu wymagana przez inwestora,

n – liczba okresów do wykupu waloru.

W przypadku częstszego wypłacania odsetek proponuje się wykorzystanie wzoru:

⁴ Tj. stopie procentowej właściwej dla aktywów pozbawionych ryzyka.

⁵ S. Brown, E. Elton, W. Goetzmann, M. Gruber: *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. Wiley, New York 1991, s. 293.

⁶ W. Dębski: *Op. cit.*, s. 235-236.

$$P = \sum_{t=1}^{nm} \frac{C_t}{(1+r/m)^t} + \frac{M}{(1+r/m)^{nm}}. \quad (2)$$

Takie ujęcie sugerowane w literaturze budzi wątpliwości metodyczne i dlatego będzie przedmiotem pogłębionej analizy w dalszej części opracowania.

W celu uniknięcia konieczności sumowania wielu składników, można powyższe wzory odpowiednio przekształcić. W dalszych rozważaniach będą używane następujące oznaczenia: n – ilość lat do wykupu rozważanej obligacji, N – nominal, i_k – stopa kuponu (roczna o kapitalizacji rocznej), i – stopa procentowa obowiązująca na rynku (roczna o kapitalizacji rocznej), m – częstotliwość wypłaty odsetek ($m \geq 1$), P_m – cena obligacji o kuponie wypłacanym m razy w ciągu roku. Uwzględniając poczynione w poprzednim punkcie założenia można przedstawić wzór 2 w następującej postaci (wzór 1 jest szczególnym przypadkiem wzoru 2 dla $m = 1$):

$$P_m = \sum_{t=1}^{nm} \frac{N \frac{i_k}{m}}{\left(1 + \frac{i}{m}\right)^t} + \frac{N}{\left(1 + \frac{i}{m}\right)^{nm}}. \quad (3)$$

Przekształcając:

$$\begin{aligned} P_m &= \sum_{t=1}^{nm} \frac{N \frac{i_k}{m}}{\left(1 + \frac{i}{m}\right)^t} + \frac{N}{\left(1 + \frac{i}{m}\right)^{nm}} = N \cdot \frac{i_k}{m} \cdot \frac{1 - \left(1 + \frac{i}{m}\right)^{-nm}}{\frac{i}{m}} + N \left(1 + \frac{i}{m}\right)^{-nm} = \\ &= N \cdot \frac{i_k}{m} \cdot \frac{1 - \left(1 + \frac{i}{m}\right)^{-nm}}{\frac{i}{m}} + N \cdot \frac{i}{m} \cdot \frac{\left(1 + \frac{i}{m}\right)^{-nm}}{\frac{i}{m}} - N \cdot \frac{i}{m} \cdot \frac{1}{\frac{i}{m}} + N = \\ &= N \cdot \frac{i_k}{m} \cdot \frac{1 - \left(1 + \frac{i}{m}\right)^{-nm}}{\frac{i}{m}} + N \cdot \frac{i}{m} \cdot \frac{\left(1 + \frac{i}{m}\right)^{-nm} - 1}{\frac{i}{m}} + N = \\ &= N + N \left(\frac{i_k}{m} - \frac{i}{m} \right) \frac{1 - \left(1 + \frac{i}{m}\right)^{-nm}}{i/m} \end{aligned}$$

uzyskujemy następujący wzór na cenę obligacji o kuponie płatnym m razy do roku:

$$P_m = N + N \left(\frac{i_k}{m} - \frac{i}{m} \right) \frac{1 - \left(1 + \frac{i}{m} \right)^{-nm}}{i/m}. \quad (4)$$

Ponieważ wzory 3 i 4 są ekwiwalentne w dalszej części pracy będzie stosowany wzór 4 jako prostszy.

3. Analiza zasadności stosowanego modelu wyceny

W celu ukazania, że stosowanie wzoru 4 w pewnych sytuacjach może prowadzić do błędnych wyników, posłużono się przykładami zaczerpniętymi z istniejącej literatury.

Przykład 1

„Dana jest obligacja o stałym oprocentowaniu z trzyletnim terminem wykupu, o wartości nominalnej 100, a odsetki płacone są co roku. Oprocentowanie wynosi 10%, a zatem roczne odsetki wynoszą 10. Wymagana stopa dochodu inwestora wynosi 8%. Określimy wartość obligacji. Po podstawieniu do wzoru 1 otrzymujemy:

$$P = 10 / (1,08) + 10 / (1,08)^2 + 110 / (1,08)^3 = 105,15''^7.$$

Następnie rozważana jest podobna sytuacja, z tym że odsetki są wypłacane co pół roku.

„Dana jest obligacja o stałym oprocentowaniu z trzyletnim terminem wykupu, o wartości nominalnej 100, a odsetki płacone są co pół roku. Oprocentowanie wynosi 10%, a zatem półroczne odsetki wynoszą 5. Wymagana stopa dochodu inwestora wynosi 8%. Wynika z tego, że w skali pół roku wymagana stopa zwrotu wynosi 4%. Określimy wartość obligacji. Po podstawieniu do wzoru 2 otrzymujemy:

$$P = 5 / (1,04) + 5 / (1,04)^2 + 5 / (1,04)^3 + 5 / (1,04)^4 + 5 / (1,04)^5 + 105 / (1,04)^6 = 105,24.$$

Jest to wartość nieco wyższa niż otrzymana w poprzednim przykładzie, co wynika z częstszego płacenia odsetek''⁸.

⁷ K. Jajuga, T. Jajuga: Inwestycje. Instrumenty finansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1996, s. 53.

⁸ Ibid.

Przykład 2

„Rozpatrzmy 5-letnią obligację o wartości nominalnej 1000 zł, oprocentowaną 10% w stosunku rocznym, przy płaconych odsetkach na koniec roku oraz stopie dyskontowej (wymaganej stopie zwrotu) równej 12%. Wartość obligacji będzie równa:

$$\begin{aligned}\hat{P}_0 &= 100/1,12 + 100/1,12^2 + 100/1,12^3 + 100/1,12^4 + 100/1,12^5 + \\ &+ 1000/1,12^5 = 89,29 + 79,72 + 71,18 + 63,55 + 56,74 + 567,43 = \\ &= 927,91''^9.\end{aligned}$$

Następnie autor opisuje podobną obligację, z tym że odsetki są wypłacane co pół roku.

„Powracając do przykładu, w którym wymagana stopa zwrotu wynosiła 12% rocznie, przy założeniu, że odsetki są wypłacane dwa razy w roku, otrzymujemy:

$$\begin{aligned}\hat{P}_0 &= 50/1,06 + 50/1,06^2 + 50/1,06^3 + 50/1,06^4 + 50/1,06^5 + 50/1,06^6 + \\ &+ 50/1,06^7 + 50/1,06^8 + 50/1,06^9 + 50/1,06^{10} + 1000/1,06^{10} = (...) = \\ &= 926,38.\end{aligned}$$

Otrzymana wartość obligacji 926,38 jest trochę mniejsza od wartości obligacji 927,91, dla której odsetki wypłaca się raz do roku. Oznacza to, że można byłoby ją kupić po nieco niższej cenie niż poprzednio, zachowując jednakże tę samą wymaganą stopę zwrotu. Ten fakt wynika stąd, że część odsetek przy płatnościach półrocznych inwestor ma do swojej dyspozycji wcześniej niż przy płatnościach rocznych¹⁰.

Widać więc, że przyspieszenie wypłaty odsetek powoduje zmianę ceny obligacji. Powstaje zatem pytanie, czy kierunek zmian cen jest prawidłowy?

Pierwszym krokiem wiodącym do uzyskania odpowiedzi na powyższe pytanie jest określenie, jak powinny zachowywać się ceny obligacji pod wpływem przyspieszenia wypłaty odsetek. W związku z tym, że posługuje się rachunkiem wartości pieniądza w czasie należy przyjąć, że relację pomiędzy dochodami przyszłymi a obecnymi odzwierciedla wymagana stopa zwrotu – tj. wobec przyjętych założeń stopa zwrotu z aktywów pozbawionych ryzyka (czyli rentowność analizowanej obligacji). Wycena papierów wartościowych przy użyciu wzorów 1-4 zakłada reinwestowanie otrzymywanych środków finansowych właśnie po tej stopie. Można zatem przyjąć, że po przekazaniu odsetek posiadaczowi obligacji są one natychmiast lokowane na okres pozostający do wykupu waloru. Należy teraz rozpatrzyć trzy przypadki:

⁹ W. Dębski: Op. cit., s. 235.

¹⁰ Ibid., s. 236.

1. $i_k = i$ – rentowność reinwestycji odsetek jest równa oprocentowaniu obligacji – w tej sytuacji przyspieszenie płatności kuponu nie powinno mieć wpływu na cenę obligacji, wcześniejsze otrzymanie części odsetek i ich ulokowanie skutkuje bowiem wyłącznie zmianą formy inwestycji bez zmiany jej dochodowości.
2. $i_k > i$ – rentowność reinwestycji odsetek jest niższa niż oprocentowanie obligacji – w tej sytuacji przyspieszenie płatności kuponu powinno spowodować spadek ceny obligacji. Wcześniejsze otrzymanie części odsetek powoduje bowiem, że są one przez dłuższy okres przetrzymywane w formie lokaty, a ta jest niżej oprocentowana niż obligacja.
3. $i_k < i$ – rentowność reinwestycji odsetek jest wyższa niż oprocentowanie obligacji – w tej sytuacji przyspieszenie płatności kuponu powinno spowodować wzrost ceny obligacji. Wcześniejsze otrzymanie części odsetek powoduje bowiem, że są one przez dłuższy okres przetrzymywane w formie lokaty, a ta jest wyżej oprocentowana niż obligacja.

Tymczasem zastosowanie wzorów 3 i 4 skutkuje uzyskaniem odmiennych wyników – w przykładzie 1, gdzie $i_k > i$, przyspieszenie wypłaty kuponu doprowadziło do wzrostu ceny obligacji (a powinna spadać), zaś w przykładzie 2 ($i_k < i$) do spadku (a powinna wzrastać). Widać więc, że wykorzystane wzory prowadzą do wyników błędnych z ekonomicznego punktu widzenia. Czy jednak dzieje się tak zawsze? Następnym krokiem będzie dowiedzenie, że niezależnie od wartości parametrów, wzory 3 i 4 zawodzą.

W celu udowodnienia, że stosowanie wzorów 3 i 4 prowadzi do błędów wzór 4 zostanie uproszczony do postaci:

$$P_m = N + N(i_k - i) \frac{1 - \left(1 + \frac{i}{m}\right)^{-nm}}{i}, \quad (5)$$

a następnie do:

$$P_m = N + N\left(\frac{i_k}{i} - 1\right) \left[1 - \left(1 + \frac{i}{m}\right)^{-nm}\right]. \quad (6)$$

Ze wzoru 6 wynika, że cena P_m jest funkcją częstości wypłaty odsetek m , ponieważ od m jest uzależniony czynnik $1 - \left(1 + \frac{i}{m}\right)^{-nm}$. Wiadomo jednak, że

ciąg (a_m) o wyrazie ogólnym równym $a_m = \left(1 + \frac{i}{m}\right)^{nm}$ jest rosnący. Stąd wynika, że $\left(1 + \frac{i}{m_1}\right)^{nm_1} < \left(1 + \frac{i}{m_2}\right)^{nm_2}$, gdy $m_2 > m_1$, i następnie $\left(1 + \frac{i}{m_1}\right)^{-nm_1} > \left(1 + \frac{i}{m_2}\right)^{-nm_2}$ oraz $1 - \left(1 + \frac{i}{m_1}\right)^{-nm_1} < 1 - \left(1 + \frac{i}{m_2}\right)^{-nm_2}$.

Przyspieszenie wypłaty odsetek powoduje zatem spadek bądź wzrost ceny obligacji, w zależności od tego, czy rentowność jest większa czy mniejsza niż oprocentowanie. Należy rozpatrzyć trzy przypadki:

1. $i_k = i$ – wówczas $i_k - i = 0$ i wzrost m nie powoduje zmiany ceny obligacji.
2. $i_k > i$ – wówczas $i_k - i > 0$ i wzrost m powoduje wzrost ceny obligacji (podczas gdy powinna spadać).
3. $i_k < i$ – wówczas $i_k - i < 0$ i wzrost m powoduje spadek ceny obligacji (podczas gdy powinna wzrastać).

Przeprowadzona analiza wskazuje, że wyłącznie gdy rentowność jest równa oprocentowaniu obligacji, wzory 3-6 umożliwiają uzyskanie poprawnych wyników. We wszystkich pozostałych przypadkach wyliczona cena będzie nieprawidłowa.

4. Propozycje modyfikacji modelu wyceny

Wskazanie słabości stosowanego modelu wyceny bez zaproponowania nowych rozwiązań prowadziłoby de facto do pozbawienia inwestora możliwości wyceny obligacji o kuponie płatnym częściej niż raz w roku. Dlatego też w niniejszym punkcie zostaną przedstawione propozycje dokonania pewnych modyfikacji w stosowanym modelu wyceny, tak by uzyskiwane wyniki były bliższe rzeczywistości.

W pierwszej kolejności należy zbadać, dlaczego wykorzystywane w praktyce wzory prowadzą do błędów. Odpowiedź na to pytanie można znaleźć analizując poniższy przykład.

Przykład 3

Dana jest obligacja 3-letnia o wartości nominalnej 100, oprocentowana 10% w stosunku rocznym, przy odsetkach płaconych na koniec każdego półrocza oraz rynkowej stopie procentowej równej 8%. Wartość obligacji będzie równa:

$$\begin{aligned} P_2 &= 5/1,04 + 5/1,04^2 + 5/1,04^3 + 5/1,04^4 + 5/1,04^5 + 105/1,04^6 = \\ &= 100 + 100 \cdot (0,05 - 0,04) \cdot \frac{1 - 1,04^{-6}}{0,04} = 105,24. \end{aligned}$$

W związku z tym, że przyjęto, iż obligacje są pozbawione ryzyka i nie istnieje możliwość arbitrażu, to kwota 105,24 zainwestowana w obligację i złożona na lokacie powinna po 3 latach przynieść inwestorom ten sam dochód. Majątek posiadacza obligacji wyniesie (jest wykorzystywany wzór na sumę płatności annuitetowych):

$$\begin{aligned} W_{\text{BOND}} &= 5 \cdot 1,04^5 + 5 \cdot 1,04^4 + 5 \cdot 1,04^3 + 5 \cdot 1,04^2 + 5 \cdot 1,04 + 105 = \\ &= 5 \cdot \frac{(1 + 0,04)^6 - 1}{0,04} + 100 = 133,16, \end{aligned}$$

zaś majątek posiadacza lokaty:

$$W_{\text{DEPOSIT}} = 105,24 \cdot 1,08^3 = 132,57.$$

Zachodzi relacja:

$$W_{\text{DEPOSIT}} = 105,24 \cdot 1,08^3 = 132,57 < 133,16 = 105,24 \cdot 1,04^6 = W_{\text{BOND}}.$$

Widać zatem, że po zakończeniu inwestycji majątki obydwu inwestorów nie są równe, mimo że w świetle poczynionych założeń powinni oni w badanym okresie osiągnąć tę samą stopę zwrotu. Przyczyną tego stanu rzeczy (uzyskiwania wyższej stopy zwrotu przez posiadacza obligacji) jest nierównoważność zastosowanych stóp procentowych. Stopy i_k oraz i są bowiem stopami o kapitalizacji rocznej, zaś we wzorach potraktowano je jakby były stopami o kapitalizacji m razy w ciągu roku. Zwrócił na to uwagę E. Brigham pisząc, że stosowanie tej samej stopy w przypadku kapitalizacji rocznej, a potem półrocznej jest de facto równoznaczne z przyjęciem założenia o zmianie poziomu stóp procentowych¹¹. W celu uniknięcia tego, należałoby przed przystąpieniem do obliczania P_m przeliczyć stopy o kapitalizacji rocznej na stopy o kapitalizacji dokonywanej m -krotnie w ciągu roku i je zastosować we właściwych wzorach. Oznaczając: $i_k^{(m)}$ – stopa kuponu wypłacanego m razy w ciągu roku, $i^{(m)}$ – rynkowa stopa procentowa

o m -krotnej kapitalizacji w ciągu roku, mamy $\left(1 + \frac{i_k^{(m)}}{m}\right)^m = (1 + i_k)$ oraz

$$\left(1 + \frac{i^{(m)}}{m}\right)^m = (1 + i). \text{ Stąd } i_k^{(m)} = m \left[(1 + i_k)^{\frac{1}{m}} - 1 \right] \text{ i } i^{(m)} = m \left[(1 + i)^{\frac{1}{m}} - 1 \right].$$

Podstawiając te wielkości do wzorów 3 i 4 (zamiast i_k oraz i) można uzyskać:

¹¹ E. Brigham, M. Ehrhardt: Financial Management: Theory and Practice. South-Western Cengage Learning, Mason 2011, s. 188.

$$P_m = \sum_{t=1}^{nm} \frac{N \frac{i_k^{(m)}}{m}}{\left(1 + \frac{i^{(m)}}{m}\right)^t} + \frac{N}{\left(1 + \frac{i^{(m)}}{m}\right)^{nm}}, \quad (7)$$

$$P_m = N + N \left(\frac{i_k^{(m)}}{m} - \frac{i^{(m)}}{m} \right) \frac{1 - \left(1 + \frac{i^{(m)}}{m}\right)^{-nm}}{i^{(m)}/m}. \quad (8)$$

Korzystając z wyprowadzonych związków między $i_k^{(m)}$ a i_k oraz $i^{(m)}$ a i można wzory 7 i 8 zapisać w następującej postaci:

$$P_m = \sum_{t=1}^{nm} \frac{N \left[(1 + i_k)^{\frac{1}{m}} - 1 \right]}{(1 + i)^{\frac{t}{m}}} + \frac{N}{(1 + i)^n}, \quad (9)$$

$$P_m = N + N \left[(1 + i_k)^{\frac{1}{m}} - (1 + i)^{\frac{1}{m}} \right] \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{(1 + i)^{\frac{1}{m}} - 1}. \quad (10)$$

Stosowanie wzorów 9 i 10 prowadzi do uzyskania poprawnych wyników (w świetle uprzednio przeprowadzonych rozważań) – dowód został zawarty w załącznikach.

Przykład 4

Dana jest obligacja 3-letnia o wartości nominalnej 100, oprocentowana 10% w stosunku rocznym, przy odsetkach płaconych na koniec każdego roku oraz rynkowej stopie procentowej równej 8%. Wartość obligacji będzie równa:

$$P_1 = 105,15.$$

Wartość podobnej obligacji o kuponie płatnym na koniec każdego półrocza wyniesie:

$$P_2 = 105,03,$$

zaś w przypadku kwartalnego wypłacania odsetek:

$$P_4 = 104,97.$$

Przykład 5

Dana jest obligacja 3-letnia o wartości nominalnej 100, oprocentowana 10% w stosunku rocznym, przy odsetkach płaconych na koniec każdego roku oraz rynkowej stopie procentowej równej 12%. Wartość obligacji będzie równa:

$$P_1 = 95,20.$$

Wartość podobnej obligacji o kuponie płatnym na koniec każdego półrocza wyniesie:

$$P_2 = 95,31,$$

zaś w przypadku kwartalnego wypłacania odsetek:

$$P_4 = 95,36.$$

Przykłady 4 i 5 wskazują, że stosowanie zmodyfikowanych wzorów prowadzi do wyników spójnych z wnioskami przedstawionymi w poprzednim punkcie.

Mimo iż wykorzystanie wzorów 9 i 10 skutkuje uzyskiwaniem poprawnych wyników, to jednak nie zawsze mogą być one stosowane. Wynika to z faktu, że emitenci obligacji podają stopę oprocentowania o kapitalizacji zgodnej z częstotliwością wypłaty odsetek, a nie rocznej jak przyjęto powyżej (podczas gdy rynkowa stopa procentowa, tj. rentowność jest na ogół stopą o kapitalizacji rocznej). W celu uwzględnienia także tej sytuacji, we wzorach 3 i 4 należy wziąć

pod uwagę tylko relacje $\left(1 + \frac{i^{(m)}}{m}\right)^m = (1+i)$ i $i^{(m)} = m \left[(1+i)^{\frac{1}{m}} - 1 \right]$. Wtedy

ceny obligacji będą wyrażone wzorami:

$$P_m = \sum_{t=1}^{nm} \frac{N \frac{i_k}{m}}{\left(1 + \frac{i^{(m)}}{m}\right)^t} + \frac{N}{\left(1 + \frac{i^{(m)}}{m}\right)^{nm}}, \quad (11)$$

$$P_m = N + N \left(\frac{i_k}{m} - \frac{i^{(m)}}{m} \right) \frac{1 - \left(1 + \frac{i^{(m)}}{m}\right)^{-nm}}{i^{(m)}/m}. \quad (12)$$

Upraszczając można otrzymać:

$$P_m = \sum_{t=1}^{nm} \frac{N \frac{i_k}{m}}{(1+i)^{\frac{t}{m}}} + \frac{N}{(1+i)^n}, \quad (13)$$

$$P_m = N + N \left[1 + \frac{i_k}{m} - (1+i)^{\frac{1}{m}} \right] \frac{1 - (1+i)^{-n}}{(1+i)^{\frac{1}{m}} - 1}. \quad (14)$$

Przykład 6

Dana jest obligacja 3-letnia o wartości nominalnej 100, oprocentowana 10% w stosunku rocznym (kapitalizacja roczna), przy odsetkach płaconych na koniec każdego roku oraz rynkowej stopie procentowej równej 8% (kapitalizacja roczna). Wartość obligacji będzie równa:

$$P_1 = 105,15.$$

Wartość podobnej obligacji o kuponie płatnym na koniec każdego półrocza, przy założeniu, że jest ona oprocentowana 10% (kapitalizacja półroczna) i rynkowej stopie procentowej 8% (kapitalizacja roczna) wyniesie:

$$P_2 = 105,66,$$

zaś w przypadku kwartalnego wypłacania odsetek, przy założeniu, że obligacja jest oprocentowana 10% (kapitalizacja kwartalna) i rynkowej stopie procentowej 8% (kapitalizacja roczna) wyniesie:

$$P_4 = 105,91.$$

Przyspieszenie wypłaty odsetek powoduje paradoksalnie wzrost ceny obligacji, gdy tymczasem w świetle poprzednich rozważań powinna ona spadać ($i_k > i$). Upřednio analizowano jednak obligacje o równym rocznym efektywnym oprocentowaniu, podczas gdy roczne efektywne oprocentowanie walorów z przykładu 6 jest różne: w przypadku pierwszym wynosi 10%, drugim $1,05^2 - 1 = 10,25\%$, zaś trzecim $1,025^4 - 1 = 10,38\%$. Dla obligacji o równej rocznej efektywnej stopie procentowej wykorzystanie wzorów 13 i 14 prowadzi do prawidłowych wyników, o czym świadczy następujący przykład.

Przykład 7

Dana jest obligacja 3-letnia o wartości nominalnej 100, oprocentowana 10% w stosunku rocznym (kapitalizacja roczna), przy odsetkach płaconych na koniec każdego roku oraz rynkowej stopie procentowej równej 8% (kapitalizacja roczna). Wartość obligacji będzie równa:

$$P_1 = 105,15.$$

Wartość podobnej obligacji o kuponie płatnym na koniec każdego półrocza, przy założeniu, że jest ona oprocentowana 9,76% (kapitalizacja półroczna, roczna

efektywna stopa procentowa wynosi $\left(1 + \frac{0,0976}{2}\right)^2 - 1 = 10\%$) i rynkowej

stopie procentowej 8% (kapitalizacja roczna) wyniesie:

$$P_2 = 105,03,$$

zaś w przypadku kwartalnego wypłacania odsetek, przy założeniu, że obligacja jest oprocentowana 9,65% (kapitalizacja kwartalna, roczna efektywna stopa

procentowa wynosi $\left(1 + \frac{0,0965}{4}\right)^4 - 1 = 10\%$ i rynkowej stopie procentowej

8% (kapitalizacja roczna) wyniesie:

$$P_4 = 104,97.$$

Podsumowanie

Wykorzystywany dotychczas model wyceny obligacji cechuje się pewnymi słabościami, prowadzącymi do uzyskiwania wyników wątpliwych z metodycznego punktu widzenia. Przyczyną tego stanu rzeczy jest niestosowanie równoważnych stóp procentowych, co powoduje że niespełnione są podstawowe założenia modelu. W celu zapewnienia poprawności procesu wyceny zaproponowano wprowadzenie pewnych modyfikacji. W sytuacji gdy dla danej obligacji jest podana wyłącznie roczna efektywna stopa procentowa, należy posługiwać się wzorem:

$$P_m = N + N \left[(1 + i_k)^{\frac{1}{m}} - (1 + i)^{\frac{1}{m}} \right] \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{(1 + i)^{\frac{1}{m}} - 1},$$

zaś w przypadku, gdy znane są stopy oprocentowania o kapitalizacji częstszej niż roczna, można stosować wzór:

$$P_m = N + N \left[1 + \frac{i_k}{m} - (1 + i)^{\frac{1}{m}} \right] \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{(1 + i)^{\frac{1}{m}} - 1}.$$

Korzystanie z nich zapewnia uzyskanie wyników prawidłowych z metodycznego punktu widzenia.

Załącznik A

W celu uzasadnienia poprawności wzorów 9 i 10 należy oznaczyć

$f(m) = (1 + i_k)^{\frac{1}{m}} - 1$, $g(m) = (1 + i)^{\frac{1}{m}} - 1$, gdzie $m \in \mathbb{N}_+$, $i_k > 0$, $i > 0$.

W związku z tym, że wygodniej jest rozważać funkcje wykładnicze o podstawie równej e można zapisać, że: $\ln(1 + i_k) = \delta_k$, $\delta_k > 0$; $\ln(1 + i) = \delta$, $\delta > 0$.

Wtedy $f(m) = e^{\frac{\delta_k}{m}} - 1$ oraz $g(m) = e^{\frac{\delta}{m}} - 1$. Rozwijając funkcję eksponencjalną

w szereg Maclaurina otrzymuje się, że $f(m) = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{1}{j!} \left(\frac{\delta_k}{m} \right)^j$

i $g(m) = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{1}{j!} \left(\frac{\delta}{m} \right)^j$. Można zauważyć, że wpływ wyrazów rzędu wyższego

niż 1 na wartość funkcji $f(m)$ i $g(m)$ mierzą wyrażenia: $\sum_{j=2}^{\infty} \frac{1}{j!} \left(\frac{\delta_k}{m} \right)^j / f(m)$ oraz

$\sum_{j=2}^{\infty} \frac{1}{j!} \left(\frac{\delta}{m} \right)^j / g(m)$. W związku z tym, że:

$$\sum_{j=2}^{\infty} \frac{1}{j!} \left(\frac{\delta_k}{m} \right)^j / f(m) = 1 - \frac{\delta_k/m}{f(m)} = 1 - \frac{\delta_k/m}{\frac{1}{1!} \left(\frac{\delta_k}{m} \right) + \frac{1}{2!} \left(\frac{\delta_k}{m} \right)^2 + \frac{1}{3!} \left(\frac{\delta_k}{m} \right)^3 + \dots} =$$

$$= 1 - \frac{1}{1 + \frac{1}{2!} \left(\frac{\delta_k}{m} \right) + \frac{1}{3!} \left(\frac{\delta_k}{m} \right)^2 + \dots}, \text{ to stwierdza się, że im większe } \delta_k, \text{ tym}$$

wpływ wyrazów rzędu 2 i wyższych jest silniejszy (w odniesieniu do funkcji $g(m)$ rzecz ma się podobnie). Jeżeli teraz m wzrasta, tak że

$$\frac{1}{m_2} = \frac{1}{m_1} \cdot \left(1 - \frac{p}{100} \right), \quad p \in (0, 100), \quad m_1, m_2 \in \mathbb{N}_+ \text{ (wartość ilorazu } \frac{1}{m}$$

je o $p\%$), to wartość funkcji $f(m)$ i $g(m)$ maleje do

$$f(m_2) = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{1}{j!} \left[\frac{\delta_k}{m_1} \left(1 - \frac{p}{100} \right) \right]^j \quad \text{i} \quad g(m_2) = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{1}{j!} \left[\frac{\delta}{m_1} \left(1 - \frac{p}{100} \right) \right]^j. \text{ Jednak}$$

spadek ten jest większy niż o $p\%$, wyrazy rzędu 2 i wyższych zmniejszają się

bowiem gwałtowniej niż o $p\%$ (kolejno o $1 - \left(1 - \frac{p}{100} \right)^2$, $1 - \left(1 - \frac{p}{100} \right)^3$ itd.).

Zatem im większy jest wpływ tych wyrazów na wartość funkcji $f(m)$ i $g(m)$, tym silniej (procentowo) będą one malały wskutek wzrostu m . Dlatego też, jeżeli

$\delta_k = \delta$ to funkcje $f(m)$ i $g(m)$ będą malały w tym samym tempie, gdy $\delta_k > \delta$, wówczas szybciej będzie spadać wartość funkcji $f(m)$, zaś w przypadku, gdy

$\delta_k < \delta$, gwałtowniej maleć będzie funkcja $g(m)$. Rozważając iloraz $\frac{f(m)}{g(m)}$ oraz

uwzględniając związki między δ_k , δ , i_k , i , można stwierdzić, że gdy:

1. $i_k = i$ – iloraz $\frac{(1+i_k)^{\frac{1}{m}} - 1}{(1+i)^{\frac{1}{m}} - 1}$ nie zmienia swej wartości wraz ze wzrostem m .

2. $i_k > i$ – iloraz $\frac{(1+i_k)^{\frac{1}{m}} - 1}{(1+i)^{\frac{1}{m}} - 1}$ maleje wraz ze wzrostem m .
3. $i_k < i$ – iloraz $\frac{(1+i_k)^{\frac{1}{m}} - 1}{(1+i)^{\frac{1}{m}} - 1}$ rośnie wraz ze wzrostem m .

Załącznik B

Należy rozpatrzyć następujące przypadki:

1. $i_k = i$ – w tej sytuacji przyspieszenie płatności kuponu nie wpływa na cenę obligacji.

2. $i_k > i$ – z poprzednich rozważań wynika, że iloraz $\frac{(1+i_k)^{\frac{1}{m}} - 1}{(1+i)^{\frac{1}{m}} - 1}$ zmniejsza

się ze wzrostem m . Dla $m = 1$ $\frac{f(1)}{g(1)} = \frac{i_k}{i}$, zatem dla $m > 1$ oraz $i_k > i$ zachodzi

$$\text{dzi} \quad \frac{(1+i_k)^{\frac{1}{m}} - 1}{(1+i)^{\frac{1}{m}} - 1} < \frac{i_k}{i}, \quad \text{skąd} \quad \frac{(1+i_k)^{\frac{1}{m}} - 1}{(1+i)^{\frac{1}{m}} - 1} - 1 < \frac{i_k}{i} - 1, \quad \text{czyli}$$

$$\frac{(1+i_k)^{\frac{1}{m}} - (1+i)^{\frac{1}{m}}}{(1+i)^{\frac{1}{m}} - 1} < \frac{i_k - i}{i}.$$

W związku z tym, że dla $n > 0$ prawdą jest, że $1 - (1+i)^{-n} > 0$, to:

$$\frac{(1+i_k)^{\frac{1}{m}} - (1+i)^{\frac{1}{m}}}{(1+i)^{\frac{1}{m}} - 1} \cdot [1 - (1+i)^{-n}] < \frac{i_k - i}{i} \cdot [1 - (1+i)^{-n}],$$

czyli

$$\left[(1+i_k)^{\frac{1}{m}} - (1+i)^{\frac{1}{m}} \right] \cdot \frac{1 - (1+i)^{-n}}{(1+i)^{\frac{1}{m}} - 1} < (i_k - i) \cdot \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i},$$

$$\text{więc } N + N \left[(1+i_k)^{\frac{1}{m}} - (1+i)^{\frac{1}{m}} \right] \cdot \frac{1 - (1+i)^{-n}}{(1+i)^{\frac{1}{m}} - 1} < N + N(i_k - i) \cdot \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$$

i ostatecznie $P_m < P_1$. Zatem przyspieszenie płatności kuponu, w sytuacji gdy rynkowa stopa procentowa jest niższa niż oprocentowanie obligacji, według wzoru prowadzi do spadku ceny obligacji.

3. $i_k < i$ – tutaj występuje sytuacja odwrotna, iloraz $\frac{(1+i_k)^{\frac{1}{m}} - 1}{(1+i)^{\frac{1}{m}} - 1}$ zwiększa się,

gdy m wzrasta. Dochodzimy zatem do wniosku, że dla $m > 1$ oraz $i_k < i$ za-

chodzi $\frac{(1+i_k)^{\frac{1}{m}} - 1}{(1+i)^{\frac{1}{m}} - 1} > \frac{i_k}{i}$, skąd $\frac{(1+i_k)^{\frac{1}{m}} - 1}{(1+i)^{\frac{1}{m}} - 1} - 1 > \frac{i_k}{i} - 1$, czyli

$$\frac{(1+i_k)^{\frac{1}{m}} - (1+i)^{\frac{1}{m}}}{(1+i)^{\frac{1}{m}} - 1} > \frac{i_k - i}{i}.$$

W związku z tym, że dla $n > 0$ prawdą jest, że $1 - (1+i)^{-n} > 0$, to:

$$\frac{(1+i_k)^{\frac{1}{m}} - (1+i)^{\frac{1}{m}}}{(1+i)^{\frac{1}{m}} - 1} \cdot [1 - (1+i)^{-n}] > \frac{i_k - i}{i} \cdot [1 - (1+i)^{-n}],$$

czyli

$$\left[(1+i_k)^{\frac{1}{m}} - (1+i)^{\frac{1}{m}} \right] \cdot \frac{1 - (1+i)^{-n}}{(1+i)^{\frac{1}{m}} - 1} > (i_k - i) \cdot \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i},$$

więc

$$N + N \left[(1+i_k)^{\frac{1}{m}} - (1+i)^{\frac{1}{m}} \right] \cdot \frac{1 - (1+i)^{-n}}{(1+i)^{\frac{1}{m}} - 1} > N + N(i_k - i) \cdot \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$$

i ostatecznie $P_m > P_1$. Przyspieszenie płatności kuponu, w sytuacji gdy stopa rynkowa jest wyższa niż oprocentowanie obligacji, według wzoru prowadzi do wzrostu jej ceny.

PRICING BONDS OF DIFFERENT FREQUENCY COUPON PAYMENTS

Summary

This paper deals with pricing bonds of different frequency coupon payments problem. Analysis of commonly used valuation model proved that its application in cases when coupon is paid more frequently than once a year results in incorrect prices. Exploiting of improper capitalization rates was identified as a main reason of this situation. In the present paper also modifications of pricing model were included in order to eliminate weaknesses described.

ZARZĄDZANIE WARTOŚCIĄ BIZNESU W DZIAŁALNOŚCI MAŁEGO PRZEDSIĘBIORSTWA

Wprowadzenie

„Od czasu opublikowania w 1986 roku książki »Tworzenie wartości dla akcjonariuszy«” – pisał w 1998 r. jej autor A. Rappaport – „pogląd, że głównym celem kierownictwa firmy jest dbanie o wzrost wartości firmy, uzyskał w Stanach Zjednoczonych szeroką akceptację. Wraz z postępującą globalizacją konkurencji i rynków kapitałowych oraz rosnącą falą prywatyzacji problem wartości dla akcjonariuszy zaczyna przyciągać uwagę kadry kierowniczej wyższego szczebla w Wielkiej Brytanii, Europie kontynentalnej, Australii, a nawet Japonii. Jest bardziej niż prawdopodobne, że w okresie następnych dziesięciu lat wartość dla akcjonariuszy stanie się globalnym standardem pomiaru wyników przedsiębiorstw”¹.

Pisząc te słowa, Rappaport nie mylił się. Wzrost wartości przedsiębiorstwa stał się w minionych dekadach powszechnie uznanym celem działalności biznesowej. Koncepcja zarządzania przez wartość (*Value Based Management* – VBM) została wprowadzona do programów nauczania uczelni ekonomicznych, a menedżerowie wdrażają jej rozwiązania do procesu zarządzania przedsiębiorstwami. Rynkowe mierniki wzrostu wartości będące podstawowym narzędziem oceny działań menadżerskich są powszechnie stosowane również w podmiotach, które formalnie nie wdrożyły koncepcji VBM.

Jedną z ważniejszych przyczyn szybkiego rozpowszechnienia się koncepcji VBM jest niewątpliwie odstępianie od tradycyjnych księgowych miar realizacji celów i wprowadzenie w ich miejsce miar rynkowych. Dzięki takiemu zabiegowi wskaźniki efektywności działań menedżerów spółki stały się zbieżne z miarami efektywności inwestycji w daną spółkę, a menedżer jest oceniany według tych samych kryteriów, na jakich opiera swoje decyzje inwestor przekazujący kapitał spółce.

Koncepcja VBM jest jednoznacznie zdefiniowana, ale metody i techniki stosowane w procesie zarządzania przez wartość są bardzo różnorodne. Poczynając od definiowania wartości przedsiębiorstwa, poprzez modele pomiaru

¹ A. Rappaport: Wartość dla akcjonariuszy. WIG-Press, Warszawa 1999, s. 1.

wzrostu wartości, po sposoby wyznaczania zmiennych modeli – stosowane są różne ujęcia, podejścia i techniki. Wszystkie one mają jednak wspólną cechę – powstały na podstawie uwarunkowań działalności dużych przedsiębiorstw. Próba zastosowania koncepcji VBM w małym przedsiębiorstwie napotyka na trudności, które nie występują w dużych podmiotach.

Z tego powodu dalsze rozważania skupią się na odpowiedzi na dwa pytania:

1. Czy wdrażanie koncepcji VBM w małym przedsiębiorstwie jest (może być) uzasadnione?
2. Jakie przeszkody musi pokonać zarządzający małym przedsiębiorstwem w procesie wdrażania koncepcji (lub jej elementów) zarządzania przez wartość?

W związku z tym, że pojęcie małego przedsiębiorstwa nie jest jednoznaczne, na początek zostanie ono zdefiniowane na potrzeby niniejszych rozważań. Chodzi przy tym o wyodrębnienie takiego podmiotu, którego cechy oraz uwarunkowania działalności prowadzące do ograniczeń wdrażania koncepcji VBM wynikają (wprost lub pośrednio) z jego małych rozmiarów. Niektóre z tych cech mają charakter immanentny, inne występują w przeważającej liczbie małych podmiotów.

W praktyce gospodarczej utrzymała się definicja małego przedsiębiorstwa zapisana w ustawie o swobodzie działalności gospodarczej², ta zaś wywodzi się z regulacji Unii Europejskiej. Ustawowa definicja opiera się na wartości przychodów ze sprzedaży, wartości aktywów i liczbie zatrudnionych³. W związku z tym, że oficjalna definicja ma na względzie cele utylitarne⁴, stosowane w niej kryteria wyodrębniania małego przedsiębiorstwa mają charakter ilościowy. Jak pisze P. Dominiak, „[...] teoretyczne koncepcje [...], interesujące poznawczo, są często bardzo trudne do przełożenia na język praktyki. Ten wymaga precyzji, nie może być nadmiernie skomplikowany, musi być realistyczny – tak, aby można było daną propozycję wdrożyć do realizacji”⁵. Mimo to właśnie jakościowe cechy są najcenniejsze w rozpoznaniu natury małego przedsiębiorstwa. Istota małych przedsiębiorstw tkwi w ich cechach jakościowych, a wyrażone

² Ustawa z dnia 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej (Dz.U. 2004, Nr 173, poz. 1807 ze zm.).

³ Zgodnie z art. 105 ustawy o swobodzie działalności gospodarczej, małe przedsiębiorstwo to podmiot gospodarczy, który w ostatnich dwóch latach zatrudniał nie więcej niż 50 pracowników, a jego obroty oraz suma bilansowa nie przekroczyły 10 mln euro.

⁴ Ustawowe wydzielenie małych i mikropodmiotów służy przede wszystkim określeniu grupy podmiotów w różny sposób wspomaganych przez państwo (również poprzez ograniczenie obowiązków na nich nakładanych).

⁵ P. Dominiak: Sektor MSP we współczesnej gospodarce. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 27.

ilościowo parametry ich działalności są zewnętrznym przejawem tych cech albo wręcz cechami wtórnymi⁶.

Wydaje się, że najważniejszym jakościowym wyróżnikiem małego przedsiębiorstwa jest sposób zarządzania⁷. Za mały można uznać podmiot, który jest zarządzany w sposób bezpośredni przez właściciela (właścicieli). Przez bezpośrednie należy w tym przypadku rozumieć zarządzanie obejmujące wszystkie obszary funkcjonalne działalności i wszystkie szczeble kierownicze. Jeżeli w takim przedsiębiorstwie jest zatrudniona osoba w charakterze menedżera, to jej działanie jest bezpośrednio nadzorowane i bieżąco korygowane przez właściciela podejmującego ostateczne decyzje na wszelkich szczeblach zarządzania. Niezależność menedżera w takim przedsiębiorstwie jest z reguły iluzoryczna.

Podkreślić należy, że opisany wpływ właściciela musi dotyczyć wszystkich szczebli zarządzania. W ten sposób za małe przedsiębiorstwo nie będą uznane np. korporacje lub duże spółki zarządzane (nawet autorytarnie) przez właściciela, gdyż w takich przypadkach ograniczenie niezależności menedżerów dotyczy tylko najwyższych szczebli w strukturze organizacyjnej. Właśnie bezpośrednia forma podejmowania wszystkich decyzji biznesowych przez właściciela jest przyczyną ograniczenia wielkości przedsiębiorstwa. Właściciel, który nie jest w stanie delegować uprawnień zarządczych, może rozwijać przedsiębiorstwo tylko do osiągnięcia takiej wielkości, w której nie będzie już w stanie decydować o wszystkim. Przekroczenie tej granicy (wielkości) zmusi go do faktycznego oddania części władzy (co spowoduje, że przedsiębiorstwo przestaje się zaliczać do małych podmiotów) albo do upadku biznesu wskutek niezdolności do podejmowania decyzji.

Ten podstawowy wyróżnik małego przedsiębiorstwa implikuje innych (negatywnych i pozytywnych) cech i uwarunkowań, które decydują, że zarządzanie takim podmiotem jest odmienne, od zarządzania w dużych spółkach. Dla celów dalszych rozważań należy jednak jeszcze bardziej zawęzić definicję małego przedsiębiorstwa. W dalszym ciągu będziemy mówić o takiej grupie małych podmiotów, które nie tylko są zarządzane w sposób bezpośredni przez właścicieli, ale ponadto są prowadzone jako podmiot nie posiadający osobowości prawnej oraz nie prowadzą ewidencji księgowej w formie ksiąg rachunkowych.

⁶ Nie zmienia powyższego fakt, że do celów analizy działalności małych przedsiębiorstw wyodrębnia się je najczęściej na podstawie parametrów ilościowych. Przyjmuje się zwykle, że ilościowe cechy podmiotu są w znacznym stopniu skorelowane z cechami jakościowymi. Taki sposób postępowania jest w dużej mierze wymuszony sposobem gromadzenia danych przez urzędy statystyczne, które wyróżniają grupy wielkości przedsiębiorstw wyłącznie według kryterium wielkości zatrudnienia.

⁷ Por. *Ekonomika i zarządzanie małą firmą*. Red. B. Piasecki. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 69.

W ten sposób rozważania ograniczone będą do tzw. przedsiębiorstw jednoosobowych i spółek osobowych prowadzących jedynie ewidencje do celów podatkowych. Należy przy tym zaznaczyć, że część dalszych uwag może mieć też zastosowanie do małych przedsiębiorstw prowadzących księgi rachunkowe. Zastosowane zawężone rozumienie małych przedsiębiorstw⁸ pozwoli jednak uniknąć konieczności wskazywania wyjątków od omawianych uwarunkowań i rozwiązań.

Wyjaśnienia wymaga jeszcze użyte w tytule artykułu pojęcie biznesu. Cechą wyodrębnionego powyżej małego przedsiębiorstwa, które nie posiada osobowości prawnej, jest zatarcie granic między majątkiem przedsiębiorstwa a własnością osobistą jego właściciela. Majątek używany w przedsiębiorstwie jest w sensie prawnym nadal własnością prywatną przedsiębiorcy. Jednocześnie do celów biznesowych jest niejednokrotnie wykorzystywany osobisty majątek właściciela bez formalnego ujęcia tego w ewidencji firmy. Stąd składniki majątku formalnie wyodrębnione jako aktywa przedsiębiorstwa nie są tożsame z majątkiem rzeczywiście wykorzystywanym w działalności gospodarczej. Na dodatek ta druga grupa, faktycznie wykorzystywanych w działalności składników majątku, jest bardzo zmienna, co utrudnia jej jednoznaczne wyodrębnienie w dłuższym czasie. Biznesem właściciela przedsiębiorstwa będzie w niniejszym tekście nazywana jego aktywność gospodarcza oparta na wykorzystaniu majątku faktycznie zaangażowanego w działalność.

1. Przydatność koncepcji VBM w zarządzaniu małym przedsiębiorstwem

Geneza koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa wiąże się z historycznym procesem oddzielania własności kapitału od funkcji zarządczych. Proces ten spowodował powstanie konfliktu celów właściciela i menedżera. Priorytety obu tych uczestników gry rynkowej są z natury odmienne. Dla właściciela ważny jest przede wszystkim wzrost rynkowej wartości kapitału. Menedżer skupia się często na innych wyznacznikach rozwoju.

„W Stanach Zjednoczonych, zgodnie z od dawna ukształtowaną tradycją, od kierownictwa oczekuje się zwiększania wartości firmy dla akcjonariuszy. W przypadku braku tego typu wyników wzrasta nacisk ze strony zarządu i aktywnych akcjonariuszy, a czasem – pojawia się groźba wrogiego przejęcia”⁹.

⁸ Można by taką grupę podmiotów nazwać mikroprzedsiębiorstwami, ale świadomie zrezygnowano z tego określenia, by nie powodować niejednoznaczności z powodu innego rozumienia tego pojęcia w przepisach ustawy o swobodzie działalności gospodarczej (art. 104).

⁹ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin: Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm. Wig-Press, Warszawa 1997, s. 3-4.

Koncepcja VBM ma doprowadzić do zbieżności celów inwestorów i menedżerów, przyczyniając się jednocześnie do rozwoju przedsiębiorstwa. Narzędziem przy tym wykorzystywanym są rynkowe mierniki wartości. Jeżeli kryterium oceny pracy menedżera będzie wzrost rynkowej wartości spółki, powinien on podejmować działania do tego się przyczyniające. Tym samym dojdzie do zbieżności celów właścicieli i zarządzających.

Koncepcja VBM wykorzystuje cykl przyczynowo-skutkowy oparty na zależnościach zachodzących pomiędzy pozyskiwaniem kapitału i jego pomnażaniem (zwiększaniem wartości rynkowej). Pozyskany przez spółkę kapitał zwiększa jej możliwości rozwojowe. Efektywne wykorzystanie kapitału, przejawiające się wzrostem jego rynkowej wartości, przyczynia się do wzrostu zadowolenia inwestorów. W efekcie inwestorzy skłonni są powierzyć spółce jeszcze więcej kapitału, rozpoczynając kolejną fazę cyklu (rysunek 1). Stosowanie koncepcji VBM jest zatem wskazane w spółkach planujących rozwój z wykorzystaniem kapitału pozyskiwanego od inwestorów.



Rys. 1. Cykl zależności zachodzących między pozyskiwaniem i pomnażaniem kapitału

Powyższy cykl VBM teoretycznie odnosi się do każdego przedsiębiorstwa poszukującego nowych źródeł kapitału własnego. Należy jednak wziąć pod uwagę, że pomnażanie kapitału jest wyrażane w praktyce przez stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału. Inwestorzy są skłonni przeznaczać swoje kapitały na konkretne przedsiębiorstwo i jego przedsięwzięcia tylko wówczas, gdy potrafi ono wykreować zwrot z podejmowanych projektów, przewyższający zwrot z alternatywnych form wykorzystania funduszy inwestora¹⁰. Bieżące informacje

¹⁰ P. Szczepankowski: Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 14.

o osiągniętych stopach zwrotu są tymczasem dostępne wyłącznie w odniesieniu do akcji spółek notowanych na rynku regulowanym. Stąd wniosek, że cykl taki może być zasadniczo wykorzystany wobec spółek giełdowych. Małe przedsiębiorstwo nie spełnia takiego kryterium. O ewentualnym wdrożeniu koncepcji VBM w małym podmiocie muszą więc decydować inne przesłanki. Przesłanką taką raczej nie będzie też, wspomniana wcześniej, możliwość wrogiego przejęcia. Przedsiębiorstwo nienotowane na giełdzie nie może być przejęte bez wiedzy właściciela. W zdefiniowanej wcześniej małej firmie nie dochodzi wreszcie do rozdziału własności od funkcji zarządczych, zatem nie pojawia się również taka przesłanka wdrażania koncepcji VBM.

Stosowanie koncepcji VBM może być też spowodowane chęcią poprawy efektywności działania. Z założenia, „[...] w przedsiębiorstwie realizującym tę koncepcję procesy zarządzania, jak planowanie i pomiar wyników, dostarczają kierownictwu informacji niezbędnych do podejmowania decyzji zwiększających wartość przedsiębiorstwa. Dzięki tej koncepcji poprawia się sprawność organizacyjna przedsiębiorstwa poprzez wykorzystanie precyzyjnego i jednoznacznego miernika efektywności, jakim jest wartość”¹¹.

Nawet jeśli przyjąć, że efekty stosowania VBM są rzeczywiście tak pozytywne, jak twierdzą jej zwolennicy, powstaje pytanie, czy niezbędne do wdrożenia koncepcji nakłady nie okażą się zbyt duże w stosunku do efektów? Zarządzanie wartością wymaga systemowego działania. Małe przedsiębiorstwa, o nieskomplikowanej strukturze i zarządzane jednoosobowo, nie potrzebują zazwyczaj, aby skutecznie działać, złożonego systemu zarządzania wartością. Zmienia się to dopiero wraz ze wzrostem przedsiębiorstwa.

„W większych organizacjach role kierownika i pracownika, którzy decydują o działaniach i wydatkach firmy oraz właściciela, są istotnie rozdzielone. Pracownicy mają zupełnie inną motywację niż właściciele. Nie zawsze identyfikują się z firmą i nie muszą mieć naturalnej tendencji do myślenia o jej przyszłości i ostrożnego wykorzystywania kapitału. Im większa firma, tym bardziej rośnie skala problemów związanych z podejmowaniem optymalnych decyzji, koordynacją działań i inwestycji oraz motywacją pracowników do efektywnej pracy. [...] Duże organizacje potrzebują więc kompleksowego systemu zarządzania wartością, który pozwalałby przełożyć cele właścicieli na odpowiednie zachowania, tzn. postawy, decyzje i działania pracowników oraz menedżerów”¹².

Decyzja o wdrażaniu złożonego z natury systemu VBM musi być w małych przedsiębiorstwach poprzedzona szczegółowym rachunkiem korzyści i kosztów,

¹¹ T. Dudycz: Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa. PWE, Warszawa 2005, s. 30.

¹² Value Based Management. Red. A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz. Deloitte-Poltext, Warszawa 2008, s. 53-54.

a wcześniej określeniem celu działania przedsiębiorcy. Właściciele małych przedsiębiorstw można podzielić na dwie grupy odmiennie postrzegające prowadzony biznes¹³. Pierwsza grupa to osoby traktujące swoje przedsiębiorstwo jako podstawowe źródło utrzymania siebie i rodziny. Dla takich osób własne przedsiębiorstwo jest alternatywą pracy najemnej. Pomijając, nieistotną w tym kontekście, wielość obiektywnych i subiektywnych przyczyn decyzji o podjęciu ryzyka zaangażowania się (i kapitału) we własny biznes, można przyjąć, że przedsiębiorcy tacy nie są zainteresowani pozyskiwaniem kapitału własnego z zewnątrz. Przedsiębiorstwo jest częścią ich życia, przy czym sfera zawodowa życia przeplata się tu z prywatną. Granica między nimi jest niemal niezauważalna. Dopuszczenie obcego inwestora do przedsiębiorstwa jest więc niemal równoznaczne z jego wejściem w sferę życia prywatnego. To dla dużej części przedsiębiorców jest nie do przyjęcia.

Dla opisanego wyżej typu przedsiębiorcy koncepcja VBM, rozumiana jako sposób pozyskania zewnętrznego kapitału własnego, jest zbędna. Również druga z wymienionych przesłanek wdrażania VBM – sposób na maksymalizację efektywności działalności – w takich firmach zazwyczaj nie występuje. Jest to też konsekwencją traktowania przedsiębiorstwa jako podstawowego źródła utrzymania. Przedsiębiorstwo tego rodzaju jest prowadzone ostrożnie, minimalizując ryzyko, gdyż jego upadek oznacza nie tylko utratę znaczącej części mienia przedsiębiorcy, ale przede wszystkim utratę źródła utrzymania. Podczas gdy stosowane w koncepcji VBM dążenie do osiągania ponadprzeciętnych stóp zwrotu wiąże się zazwyczaj ze zwiększonym ryzykiem, czego ta grupa przedsiębiorców stara się unikać. Ważniejsze od efektywności jest dla nich trwanie na rynku. Oczywiście przetrwanie również wymaga utrzymania odpowiedniej efektywności wykorzystania zasobów. To jednak w małym przedsiębiorstwie może być osiągnięte sposobami daleko mniej skomplikowanymi (i kosztownymi) niż te preferowane w koncepcji VBM traktowanej jako system działań. Dlatego wydaje się, że rezygnując z zastosowania koncepcji, jako całości, małe przedsiębiorstwo tego typu powinno wykorzystać te jej elementy, które niewielkim nakładem sił i środków mogą przyczynić się do efektywniejszego zarządzania biznesem przedsiębiorcy.

Druga, mniejsza grupa właścicieli małych przedsiębiorstw to przedsiębiorcy traktujący biznes jak inwestycję. Przedsiębiorstwo zarządzane przez takiego właściciela jest w swej istocie (pomijając rozmiary) zbliżone do dużych firm. Przedsiębiorcy-inwestorzy wywodzą się zazwyczaj z osób mających spore doświadczenie w biznesie, niebojących się ryzyka, którzy ponadto mają inne źró-

¹³ Pomijamy w rozważaniach przypadki małych biznesów prowadzonych „po godzinach”, czyli jako dodatkowe źródło zarobku.

dło utrzymania. Ich głównym celem nie jest dochód z bieżącej działalności, lecz zwrot uzyskany ze sprzedaży biznesu. Działanie ich polega na nabyciu lub stworzeniu przedsiębiorstwa, doprowadzeniu do wzrostu jego rynkowej wartości oraz sprzedaży z zyskiem, np. po wprowadzeniu na rynek regulowany. Jest to filozofia, jaką kierują się fundusze private equity.

Cel przedsiębiorcy-inwestora jest tożsamy z tym leżącym u podstaw koncepcji VBM. Jest nim pomnażanie bogactwa drogą wzrostu rynkowej wartości biznesu. Czy oznacza to, że wdrażanie koncepcji VBM w takim przedsiębiorstwie jest wskazane? O ile stosowanie filozofii działania charakteryzującej koncepcję VBM jest wówczas pożądane, to przydatność wdrażania pełnego systemu VBM jest wątpliwa. Należy pamiętać, że chodzi o małe przedsiębiorstwo, zatem stosowane narzędzia muszą być adekwatne do zakresu działalności. Kryterium oceny działań menedżerskich powinien stanowić co prawda wzrost wartości rynkowej, ale mierniki tego wzrostu nie mogą wymagać zbyt dużego nakładu czasu i środków.

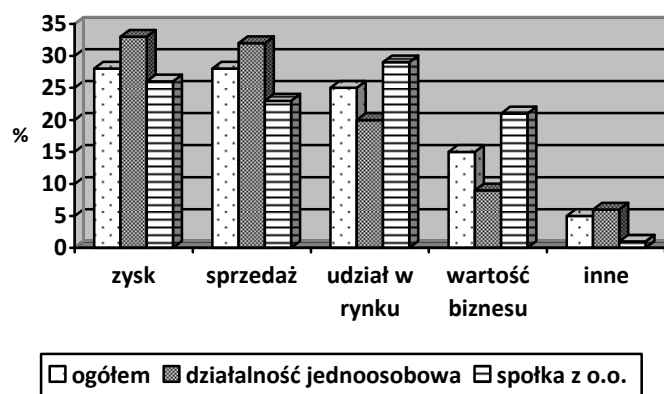
W rezultacie, odpowiadając na pytanie o przydatność koncepcji VBM w małym przedsiębiorstwie, można przyjąć, że w małej firmie traktowanej jako inwestycja wskazane jest wykorzystanie filozofii VBM z ograniczonym, dostosowanym do konkretnych uwarunkowań (głównie ograniczeń), stosowaniem procedur i narzędzi VBM. W pozostałych przedsiębiorstwach (traktowanych jako alternatywa pracy najemnej) filozofia VBM może stać się niepotrzebnym balastem dla właściciela. Wykorzystanie koncepcji VBM należy ograniczyć do określonych narzędzi poprawy i oceny efektywności biznesu.

Przyjmując, że ograniczone zastosowanie koncepcji VBM w małych przedsiębiorstwach jest uzasadnione, powstaje pytanie, czy ich właściciele uświadamiają sobie potrzebę ukierunkowania swoich działań na wzrost wartości biznesu. Można się w tym celu powołać na badania przeprowadzone przez autora w 2008 r.¹⁴. Badania ankietowe objęły 355 zarządzających małymi przedsiębiorstwami z województwa śląskiego i częściowo terenów ościennych. Mimo że w badaniach uczestniczyły przedsiębiorstwa zatrudniające do 100 pracowników, mediana ich zatrudnienia wynosiła 10 osób. To powoduje, że objęta badaniami grupa podmiotów jest zbieżna z przedsiębiorstwami będącymi przedmiotem niniejszych rozważań.

Przedmiotem zainteresowania autora w badaniach było podejście do wartości biznesu w działalności małych przedsiębiorstw. Na rysunku 2 przedstawiono miejsce wartości biznesu pośród celów działalności ankietowanych podmiotów, przy czym wyróżniono przedsiębiorstwa jednoosobowe (podmioty osób fizycz-

¹⁴ Badania przeprowadzono w ramach badań własnych w Akademii Ekonomicznej w Katowicach.

nych) oraz spółki z o.o. Można uznać, że ta pierwsza grupa podmiotów należy do firm opisywanych w niniejszym tekście. Średnia wielkość (wyrażona zatrudnieniem) tej drugiej grupy podmiotów jest większa i wynosi 36 zatrudnionych, przy średnio 10 pracowników zatrudnionych w firmach osób fizycznych. Różnice w podejściu do celu działalności obu grup podmiotów są wyraźne. Firmy osób fizycznych skupiają się na maksymalizacji zysku (33% wskazań) i sprzedaży (32% wskazań), czyli wskaźników w sposób bezpośredni wyrażających korzyści właściciela i wzrost przedsiębiorstwa. Są to zarazem wskaźniki łatwo dostępne i klarowne. Zrozumiałe jest, że najmniejsze przedsiębiorstwa rzadko stawiają sobie za cel wzrost udziału w rynku. Nawet jeśli mają na uwadze działania zmierzające do wzrostu udziału w rynku, jest to raczej cel pośredni w drodze do maksymalizacji sprzedaży czy zysku. Ponadto małe przedsiębiorstwo nie ma narzędzi pozwalających na zmierzenie stopnia realizacji tak postawionego celu.



Rys. 2. Cel działalności przedsiębiorstw objętych badaniem

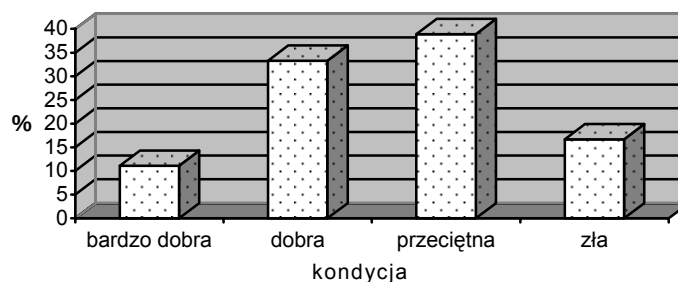
Jakkolwiek wzrost wartości biznesu znajduje się dopiero na czwartym miejscu w hierarchii celów w obu wyróżnionych grupach podmiotów, różnica w podejściu osób fizycznych i spółek do wartości jest bardzo wyraźna. Wzrost wartości biznesu jako naczelny cel działalności stawia co czwarta z ankietowanych spółek z o.o. oraz co jedenasty (9%) właściciel firmy jednoosobowej. Przyczyn takiej różnicy jest zapewne kilka. Przede wszystkim przedsiębiorstwa osób fizycznych rzadko traktują firmę jako inwestycję. Jest ona często ich jedynym źródłem utrzymania, podczas gdy postrzeganie firmy jako przedmiotu inwestycji, dążenie do wzrostu jej wartości, wiąże się z przyjęciem możliwości jej sprzedaży, do czego właściciele z reguły nie są skłonni. Tego rodzaju myślenie rzadko cechuje natomiast właścicieli spółek z o.o., które ze swej istoty mają charakter kapitałowy.

Inną przyczyną omawianej różnicy w podejściu do wartości biznesu jest zapewne rodzaj prowadzonej ewidencji księgowej. W spółkach kapitałowych wartość przedsiębiorstwa jest wykazywana w sprawozdaniach. Mimo że nie jest to wartość rynkowa, ale księgowa, pojęcie wartości biznesu jest obecne w analizach stanu i działalności spółki. W małych przedsiębiorstwach nieprowadzących ksiąg handlowych pojęcie wartości przedsiębiorstwa nie ma charakteru sformalizowanego. Nawet jeśli jest obecne w zarządzaniu podmiotem, często wyraża raczej ideę niż jest określane liczbowo.

Trzecia z przypuszczalnych przyczyn wskazanej różnicy ma swoje źródło w poziomie wiedzy przedsiębiorców zarządzających podmiotami różnej wielkości i formy prawnej. Im mniejsze przedsiębiorstwo i mniejszy stopień jego sformalizowania, tym częściej jest zarządzane z wykorzystaniem intuicji¹⁵. Zarządzający spółką kapitałową, prowadzącą księgi rachunkowe i sporządzającą sprawozdania finansowe, jest niejako zmuszony do posługiwania się pewnymi kategoriami ekonomicznymi. Jedną z takich kategorii jest wartość biznesu, której ranga rośnie wraz ze wzrostem wielkości spółki i poziomem uczestnictwa w rynku kapitałowym. Właściciel jednoosobowego przedsiębiorstwa operuje raczej prostymi kategoriami biznesowymi, łatwiej zrozumiałymi i łatwo dostępnymi. W rezultacie wiedza o wartości biznesu drobnych przedsiębiorców jest zazwyczaj niewielka. Należy przy tym zaznaczyć, że 9% wskazań na wzrost wartości jako cel działań małych przedsiębiorstw, pomijając nawet kwestie rzeczywistego stosowania kategorii wartości biznesu przez tych przedsiębiorców, jest udziałem wysokim. Jest to wyraz rosnącego wykształcenia przedsiębiorców i coraz większej liczby młodych przedsiębiorców, którym nowoczesne kategorie ekonomiczne nie są obce¹⁶.

¹⁵ Por. J. Kuczowic: Intuicja w decyzjach inwestycyjnych małych przedsiębiorstw, czyli dlaczego w małych przedsiębiorstwach nie oblicza się IRR projektów. W: Zarządzanie finansami – teoria i praktyka. Tom 1. Red. W. Pluta. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 2004, s. 410-417.

¹⁶ Prowadzone przez różne ośrodki naukowe badania na temat wykształcenia polskich przedsiębiorców mają charakter wyrywkowy, ale można zauważyć stałą tendencję do wzrostu wykształcenia właścicieli małych przedsiębiorstw. Co prawda, jak podaje PARP, osoby z wyższym wykształceniem do roku 2007 stanowiły niecałe 40% zakładających nowe przedsiębiorstwa, ale jednocześnie poziom przeżywalności prowadzonych przez nie firm jest wyraźnie wyższy (ponad 60% po trzech latach) niż pozostałych podmiotów. Dlatego udział właścicieli małych przedsiębiorstw legitymujących się wyższym wykształceniem, w ogólnej populacji właścicieli małych przedsiębiorstw, musi stopniowo wzrastać. Por. Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2008-2009. PARP, Warszawa 2010, s. 176-177.



Rys. 3. Kondycja finansowa badanych przedsiębiorstw stanowiących potencjalny przedmiot sprzedaży (w %)

Rola zarządzania wartością w małych przedsiębiorstwach będzie zależeć od ich otwarcia na rynek kapitałowy. Jednym z przejawów takiego otwarcia jest dopuszczenie możliwości sprzedaży przedsiębiorstwa. Właściciele badanych przedsiębiorstw w większości przypadków nie są skłonni do ich sprzedaży. Zgodziłoby się na to obecnie zaledwie 5% przedsiębiorców, a dalsze 32% badanych nie wyklucza tego w bliżej nieokreślonej przyszłości. Otwarcie na rynek wyrażane jest częściej przez skłonność do połączenia z innym podmiotem (34% wskazań). Nawet jednak wspomniana trzecia część przedsiębiorców dopuszczających w przyszłości sprzedaż przedsiębiorstwa nie oznacza skłonności do inwestycyjnego postrzegania biznesu. Inwestor z założenia sprzedaje przedsiębiorstwo znajdujące się w dobrej kondycji finansowej, czyli kiedy wartość biznesu jest wysoka. Tymczasem tylko 44% objętych badaniem potencjalnych kandydatów do sprzedaży znajduje się w kondycji dobrej, bądź bardzo dobrej (rysunek 3). Spośród przedsiębiorstw, które mogą być przedmiotem przyszłej transakcji jest tylko 11% w bardzo dobrej kondycji finansowej (według oceny właściciela). Przeważają w tej grupie podmioty o przeciętnym (39%) lub złym (17%) stanie. Oznacza to, że ewentualna sprzedaż bywa raczej skutkiem przymusu niż świadomej realizacji strategii przyjętej przez właściciela.

2. Wdrażanie koncepcji VBM w małym przedsiębiorstwie

Jakkolwiek istota systemu VBM wdrażanego w przedsiębiorstwie nie zmienia się wraz z jego wielkością, obszar problemów rozwiązywanych przez właściciela małej firmy częściowo różni się od tych opisanych w literaturze, uwzględniających uwarunkowania dużych podmiotów. Można w uproszczeniu przyjąć, że wdrożenie systemu VBM w przedsiębiorstwie obejmuje przygotowanie pracowników i narzędzi. W małym podmiocie zarządzanym przez właściciela do pracowników należy zaliczyć też tego ostatniego, gdyż ma on

uczestniczyć w systemie jako menedżer. Na przygotowanie pracowników składa się zmiana ich podejścia do biznesu (zmiana filozofii działania), opracowanie systemu motywacyjnego i szkolenie¹⁷. Narzędziami niezbędnymi do wdrożenia systemu są opracowania w formie strategicznych kart wyników z zestawami wskaźników i bazy danych, a ponadto narzędzia techniczne w postaci oprogramowania komputerowego.

W małym przedsiębiorstwie ten pierwszy obszar przygotowań (ludzi) jest z natury ograniczony. W systemie VBM uczestniczą menedżerowie i kierownicy. Jedynym menedżerem w małym przedsiębiorstwie, będącym przedmiotem naszych zainteresowań, jest właściciel. Dyskusyjne jest uczestnictwo w systemie kierowników jednostek organizacyjnych (działów) przedsiębiorstwa. W typowym małym przedsiębiorstwie swoboda ich decyzji jest niewielka. Ich rola sprowadza się do wykonywania poleceń właściciela, czyli są oni jedynie przekaznikami decyzji pomiędzy właścicielem i pracownikami im podległymi. W takiej sytuacji nie mają oni wpływu na kierunki działań firmy, więc nie mogą też odpowiadać za kształtowanie się wyników finansowych. O ile właściciel nie będzie w stanie oddelegować części władzy w przedsiębiorstwie albo też nie ma w firmie osób, które mogłyby przejąć określonego obszaru zarządzania, właściciel będzie jedynym uczestnikiem systemu VBM. W takiej sytuacji może on wdrożyć do systemu innych pracowników, którzy będą przygotowywać bazy danych i bieżące raporty. Pracownikiem takim może być księgowy opracowujący odpowiednio dane finansowe.

Z powyższego wynika, że w małym przedsiębiorstwie działającym w sposób określony we wstępie przygotowanie sfery osobowej (zasobów ludzkich) do wdrażania systemu zazwyczaj nie obejmuje:

1. Zmiany filozofii myślenia o biznesie. Zmiana ta polega zasadniczo na przyjęciu przez menedżera myślenia jak właściciel. Menedżerem jest w tym przypadku właściciel, więc zmiana nie jest już konieczna.
2. Wdrażania systemu motywacyjnego. Oczywiście chodzi o system motywacyjny umożliwiający funkcjonowanie systemu VBM, w którym wynagrodzenie jest związane ze zmianą wartości przedsiębiorstwa. Jednoosobowe uczestnictwo właściciela w procesie VBM oznacza, że nie należy łączyć wynagrodzeń pracowników z wartością przedsiębiorstwa. Stosowany system motywacyjny powinien być oparty na innych kryteriach.

W rezultacie można przyjąć, że faza przygotowawcza do wdrożenia systemu VBM w małym przedsiębiorstwie obejmuje:

1. Szkolenie właściciela. Właściciel, przejmując większość obowiązków w zakresie VBM, musi pozyskać kompletną wiedzę o istocie, wdrażaniu i funkcjonowaniu systemu. Przede wszystkim jest to wiedza o charakterze finansowym.

¹⁷ Por. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin: *Op. cit.*, s. 91-108; A. Rappaport: *Op. cit.*, s. 179-194.

2. Przygotowanie strategii tworzenia i utrzymywania wartości przedsiębiorstwa, w tym identyfikacja tych determinant wartości, na które właściciel może skutecznie oddziaływać.
3. Przygotowanie systemu miar i raportowania zmian wartości oraz czynników ją determinujących.
4. Szkolenie pracowników przygotowujących bazy danych i opracowania niezbędne do zarządzania wartością (określone w pkt. 3). Szkolenie powinno dotyczyć głównie istoty, metod obliczania i interpretacji wskaźników finansowych.
5. Opracowanie wzorów i wdrożenie ewidencji uzupełniających dostępne ewidencje o dane umożliwiające obliczanie wskaźników.
6. Pozyskanie i organizację zasobów niezbędnych do funkcjonowania systemu VBM – przede wszystkim oprogramowania komputerowego.

Element, który nie występuje w dużych przedsiębiorstwach to przygotowanie dodatkowych ewidencji o charakterze finansowo-księgowym (pkt 5). Przyjmując, że w procesie VBM będą wykorzystywane podstawowe mierniki kreowania wartości (np. ROIC i EVA), zarządzający będzie potrzebował informacji o wyniku finansowym, wartości aktywów i wartości kapitałów oraz koszcie kapitału. Wyznaczanie kosztu kapitału małego przedsiębiorstwa jest równie problematyczne, jak w przypadku dużych podmiotów. Dla odmiany, dane o wyniku finansowym i dane bilansowe – dostępne w każdym momencie w dużych przedsiębiorstwach prowadzących księgi handlowe – są dla właściciela małego przedsiębiorstwa niewiadomą, o ile nie prowadzi dodatkowych, nieobowiązkowych ewidencji księgowych.

Podstawowym narzędziem ewidencyjnym w małym przedsiębiorstwie jest podatkowa księga przychodów i rozchodów (PKPiR). Jest ona prowadzona na podstawie przepisów podatkowych, co oznacza, że ma cel fiskalny – ustalenie podstawy opodatkowania podatkiem dochodowym od osób fizycznych¹⁸. Księga zawiera informacje na temat przychodów i kosztów prowadzonej działalności gospodarczej, wyznaczających, per saldo, wynik finansowy działalności¹⁹. PKPiR zawiera zatem zestawienie przychodów i kosztów uznawanych za takie przez przepisy podatkowe. Ustalony na podstawie PKPiR wynik finansowy nie jest wystarczający dla potrzeb zarządzania wartością. Po pierwsze, niezbędny

¹⁸ Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (Dz.U. 2010, Nr 51, poz. 307 ze zm.) oraz rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 26 sierpnia 2003 r. w sprawie prowadzenia podatkowej księgi przychodów i rozchodów (Dz.U. 2003, Nr 152, poz. 1475 ze zm.)

¹⁹ Przedsiębiorstwa prowadzące jeszcze bardziej uproszczone ewidencje (ryczałtowe) uzyskują z nich jeszcze mniej informacji. Nie omawiamy jednak takich przypadków, przyjmując, że przedsiębiorca podejmujący się zarządzania wartością przedsiębiorstwa nie decyduje się na ryczałtowe opodatkowanie.

zarządzającemu wynik nie ma mieć charakteru fiskalnego. Po drugie obliczenia muszą się opierać na wyniku operacyjnym, a nie finansowym. Po trzecie, w większości małych przedsiębiorstw wykazywane koszty zawierają (niekiedy znaczne) wydatki ponoszone przez przedsiębiorcę na cele prywatne, niezwiązane faktycznie z prowadzoną działalnością gospodarczą, czyli niemające wpływu na rzeczywistą wartość przedsiębiorstwa. Przygotowując dane do obliczania wskaźników kreowania wartości należy ustalony na podstawie PKPiR wynik finansowy skorygować poprzez:

1. Uzupełnienie przychodów o takie, które nie są uznawane za przychody z działalności gospodarczej lub są zwolnione z podatku, o ile zarządzający uzna je za związane z analizowanym przedsiębiorstwem. Przykładem mogą być przychody z wynajmu, które przepisy podatkowe uznają za oddzielne źródło przychodów (nie są więc ujmowane w PKPiR).
2. Odrzucenie przychodów opodatkowanych na podstawie przepisów fiskalnych, a niezwiązanych (zdaniem zarządzającego) z prowadzonym przedsiębiorstwem. Przychodem tego rodzaju może być tzw. przychód z nieodpłatnego świadczenia usług przez przedsiębiorcę.
3. Odrzucenie przychodów z działalności pozaoperacyjnej, np. otrzymanych odsetek ze środków na rachunku bankowym.
4. Uzupełnienie kosztów o takie, które na podstawie przepisów fiskalnych nie są uznawane za koszty uzyskania przychodów, np. koszty reprezentacji, lub odrzucona na podstawie przepisów podatkowych część amortyzacji drogich samochodów osobowych.
5. Odrzucenie kosztów, które w rzeczywistości nie są związane z prowadzoną działalnością gospodarczą, np. część kosztów użytkowania samochodu osobowego, wykorzystywanego przez właściciela również do celów prywatnych.
6. Odrzucenie kosztów działalności pozaoperacyjnej, np. zapłaconych odsetek od kredytów.

Podstawą powyższych korekt powinna być prowadzona ewidencja wszystkich odstępstw od wyniku wyznaczonego dla celów fiskalnych od rzeczywistego wyniku operacyjnego przedsiębiorstwa. Pozostałe dodatkowe ewidencje powinny zawierać dane o aktywach i pasywach przedsiębiorstwa. Jedyne obowiązkowe ewidencje aktywów małego przedsiębiorstwa to ewidencja środków trwałych, a także wartości niematerialnych i prawnych oraz ewidencja wyposażenia. Zawierają one m.in. dane o wartości powyższych aktywów, przy czym zarządzający musi dokonać analizy ich przydatności do celów obliczania wskaźników, m.in. uwzględniając prawidłowość przyjętych metod i stawek amortyzacji. Przede wszystkim analiza taka ma na celu ustalenie, które z wpisa-

nych do powyższych ewidencji aktywów stanowią majątek wykorzystywany w działalności operacyjnej, a które są w rzeczywistości wykorzystywane przez właściciela do celów osobistych. Rozróżnienie takie jest często trudne, gdyż wiele składników majątku jest wykorzystywanych w obu obszarach (biznesowym i osobistym).

Celem ustalenia wartości pozostałych składników aktywów przedsiębiorstwo powinno prowadzić własne ewidencje dostosowane do zakresu i uwarunkowań działalności. Małe przedsiębiorstwa najczęściej nie prowadzą działalności inwestycyjnej. Ich aktywa służą w zasadniczej części działalności operacyjnej. Jeżeli przedsiębiorca inwestuje (np. w papiery wartościowe), robi to zazwyczaj z prywatnych środków. Dlatego można przyjąć, że na majątek przedsiębiorstwa składają się w całości aktywa operacyjne. W praktyce, poza wspomnianymi środkami trwałymi, wartościami niematerialnymi i prawnymi oraz wyposażeniem, na aktywa małego przedsiębiorstwa składają się należności oraz środki pieniężne w kasie i na rachunkach bankowych. Na bieżąco aktualizowana ewidencja należności wydaje się być naturalnym działaniem każdego przedsiębiorcy, więc jej prowadzenie nie powinno stanowić dodatkowego obciążenia dla przedsiębiorstwa. Ewidencja środków pieniężnych na rachunkach bankowych jest dostarczana przedsiębiorstwu w postaci wyciągów bankowych. Wbrew pozorom, największy kłopot może stanowić ustalenie stanu gotówki w kasie przedsiębiorstwa. Nie chodzi przy tym o obliczenie fizycznego stanu gotówki, co można na bieżąco kontrolować, prowadząc najprostszy raport kasowy. Problemem jest brak wyraźnego podziału na majątek osobisty i firmowy. Zdarza się, że w przedsiębiorstwie nie prowadzi się formalnej kasy, a właściciel przyjmuje wpłaty oraz dokonuje wydatków z własnych środków, niewyodrębnionych z osobistego majątku. W innych przypadkach, właściciele pobierają na własne cele gotówkę z kasy przedsiębiorstwa lub w razie potrzeby, wpłacają do kasy gotówkę z własnych środków. W rezultacie ustalenie wartości tej pozycji aktywów jest często karkołomnym zadaniem.

Obliczenie wartości kapitałów wymaga prowadzenia ewidencji zobowiązań, z podziałem na zobowiązania o charakterze kapitałowym (odpłatne) i pozostałe. Przedsiębiorstwa nieprowadzące ksiąg rachunkowych prowadzą zazwyczaj określoną formę ewidencji zobowiązań. Dla celów zarządzania wartością należy ją ewentualnie uzupełnić tak, by zawierała całość długu przedsiębiorstwa, włączając w to zobowiązania warunkowe i naliczone odsetki oraz kary. Szczególną uwagę należy zwrócić na zobowiązania wobec właściciela, których niekiedy nie ujmuje się w ewidencjach, a które zmniejszają wartość przedsiębiorstwa. Odwrotnym przypadkiem jest występowanie zobowiązań wobec kontrahentów z tytułu zakupów dokonywanych na rzecz właściciela. Chodzi o zobowiązania

powstałe wskutek nabycia tych składników majątku, które dla celów zarządzania przez wartość zostały uznane jako niezwiązane z działalnością operacyjną przedsiębiorstwa. Zobowiązania takie należy usunąć z ewidencji, gdyż nie są związane z działalnością operacyjną przedsiębiorstwa.

Ewidencja zobowiązań kapitałowych opiera się na umowach i wyciągach bankowych, przy czym należy w niej ująć zaległe odsetki. Wartość (księgowa) kapitału własnego jest obliczana jako saldo sumy aktywów oraz zobowiązań. W rezultacie, przedsiębiorstwa rozliczające się z podatku na podstawie PKPiR dla celów zarządzania przez wartość muszą prowadzić dodatkowo ewidencje: należności, środków pieniężnych na rachunkach bankowych, środków pieniężnych w kasie, zobowiązań kapitałowych i zobowiązań nie mających charakteru kapitałowego.

Zakończenie

Ukierunkowanie działań zarządczych w małym przedsiębiorstwie na wzrost wartości biznesu może wynikać z różnych przesłanek. W. Pluta, pisząc o małych przedsiębiorstwach, stwierdza, że maksymalizacja wartości firmy jednocześnie prowadzi do maksymalizacji zamożności jej właścicieli²⁰. Tak jest w istocie, ale nie oznacza to, że maksymalizacja wartości jest jedyną ani też najlepszą drogą do wzrostu zamożności właściciela. Można przyjąć, że w małym przedsiębiorstwie, traktowanym przez właściciela jako inwestycja, wzrost wartości biznesu jest najbardziej pożądanym celem działań zarządczych. Motywy działania zarządzającego takim przedsiębiorstwem są zbliżone do tych występujących w dużych podmiotach gospodarczych. Wzrost bogactwa właściciela wynika bezpośrednio ze wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Stopa osiągniętego zwrotu z inwestycji jest zależna od osiągniętej wartości biznesu, co przekłada się na cenę sprzedaży firmy.

Inaczej ma się rzecz w pozostałych małych przedsiębiorstwach. Wynika to z dwóch zasadniczych przyczyn. Po pierwsze maksymalizacja bogactwa nie zawsze jest najważniejszym dążeniem właściciela. Po drugie, w małych przedsiębiorstwach wzrost bogactwa może być osiągnięty również innymi drogami, niekiedy wręcz kosztem wartości biznesu. Zastosowanie w tej grupie przedsiębiorstw podejścia i narzędzi VBM, podobnie jak w dużych przedsiębiorstwach, może pomóc we wzroście efektywności działalności, pod warunkiem że dodatkowe nakłady poniesione w tym celu nie przerosną osiągniętych efektów.

²⁰ W. Pluta: Zarządzanie wartością w małych i średnich przedsiębiorstwach. PWE, Warszawa 2009, s. 9.

Zakładając, że filozofia VBM może doprowadzić do pozytywnych zmian w zarządzaniu małymi przedsiębiorstwami, należy opracować procedury wdrażania i stosowania narzędzi zarządzania przez wartość dostosowane do specyfiki tych podmiotów. Ich istotą musi być uproszczenie umożliwiające ocenę kreowania rynkowej wartości biznesu, przy uwzględnieniu ograniczonej bazy danych i niewielkiej ilości czasu, który można przeznaczyć na analizy. Powstaje jednak pytanie, czy jest to możliwe przy zachowaniu istoty koncepcji zarządzania przez wartość?

BUSINESS VALUE MANAGEMENT IN SMALL ENTERPRISES ACTIVITY

Summary

The great popularity gained in past decades by the value-based management concept (VBM) does not imply its universal character. Management tools being used with success in large companies might not work in small-sized business entities. This paper makes an attempt to answer the question about the usefulness of the VBM idea and its tools in small business management.

INWESTYCJE PRZEDSIĘBIORSTW W NIERUCHOMOŚCI I ICH FINANSOWANIE KREDYTEM W LATACH 2005-2009

Wprowadzenie

Nieruchomości, jeden z fundamentalnych składników funkcjonowania przedsiębiorstwa, są jednocześnie najmniej płynnym jego aktywem. Z jednej strony są więc ważnym (niekiedy najważniejszym) elementem materialnej bazy działalności przedsiębiorstwa, z drugiej prowadzą do zamrożenia kapitału, zmniejszają płynność finansową, na dodatek generując istotne stałe koszty operacyjne. Decyzje o nabyciu nieruchomości mają zatem zawsze poważne konsekwencje w zakresie kształtowania majątkowego i finansowego stanu przedsiębiorstwa. Wysoka z natury cena nabycia nieruchomości powoduje, że jej zakup w sposób znaczący zmienia strukturę aktywów i pasywów podmiotu, ważąc jednocześnie na wyniku finansowym – zarówno bieżącym, jak i lat kolejnych. Z tych względów analiza nakładów na nabycie (lub budowę) nieruchomości przedsiębiorstw stanowi ważny element oceny ich majątkowego i finansowego stanu oraz perspektyw rozwoju.

Nieruchomości w przedsiębiorstwach stanowią dziś nie tylko bazę działalności operacyjnej, ale też przynoszą dochody z inwestycji. Boom na rynku nieruchomości w połowie minionej dekady przyczynił się do zainteresowania nimi również zarządzających przedsiębiorstwami. Stąd w strukturze aktywów tego rodzaju nieruchomości mają coraz większy udział. Oczywiście zyski z inwestycji nie mogą być dla przedsiębiorstw istotną częścią wyniku finansowego, gdyż celem ich działalności jest zarabianie na działalności operacyjnej. Tym niemniej angażowanie wolnych środków finansowych w stosunkowo bezpieczne inwestycje w nieruchomości wydaje się być w niektórych podmiotach sposobem na uzupełnianie zysków z działalności operacyjnej.

Celem niniejszej pracy jest analiza zaangażowania przedsiębiorstw w inwestycje w nieruchomości w latach 2005-2009 oraz zakresu wykorzystania w tych inwestycjach kredytu bankowego. Przyjęto przy tym szeroką definicję inwestycji w nieruchomości, zgodnie z którą zalicza się do nich zarówno nabywanie (lub budowę) nieruchomości do celów operacyjnych, jak i nieruchomości o charakterze inwesty-

cyjnym w wąskim rozumieniu. Ta druga grupa oznacza inwestycje w rozumieniu prawa bilansowego, czyli przeznaczone na wynajem lub nabyte z zamiarem uzyskania korzyści wskutek wzrostu wartości¹. Nieruchomości operacyjne są natomiast zaliczane, zgodnie z prawem bilansowym, do środków trwałych.

Badany okres obejmuje lata istotnych zmian na rynku nieruchomości. Pierwsza jego część to ostatnie lata boomu, a druga, gwałtownego załamania tego rynku. Powstaje pytanie, czy te zmiany dotyczyły również rynku nieruchomości przedsiębiorstw. Można przypuszczać, że niewielki udział nieruchomości inwestycyjnych w ich aktywach spowodował, że kryzys rynku nieruchomości nie miał dużego odzwierciedlenia w badanym obszarze działalności. Z drugiej strony załamanie rynku nieruchomości było tylko jednym z przejawów kryzysu gospodarczego, który spowodował spowolnienie gospodarki. Ponadto kryzys w bankowości doprowadził do zaostrzenia kryteriów udzielania kredytów również dla przedsiębiorstw. W rezultacie na inwestycje przedsiębiorstw na rynku nieruchomości miały wpływ wielorakie czynniki, których wypadkową jest ich aktywność inwestycyjna.

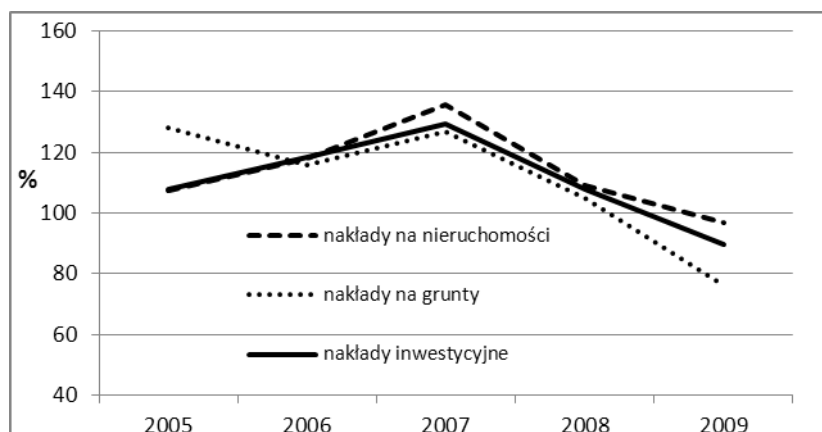
Analiza została dokonana głównie na podstawie danych statystycznych publikowanych w raportach i opracowaniach NBP oraz GUS. Z uwagi na brak spójności danych w wykorzystanych publikacjach skupiono się przede wszystkim na określaniu tendencji przebiegu badanych zjawisk, w mniejszym zaś stopniu na bezwzględnych wartościach nakładów inwestycyjnych.

1. Nieruchomości w aktywach operacyjnych i inwestycjach przedsiębiorstw

Jak już wcześniej wspomniano, nieruchomości w przedsiębiorstwie mogą być przeznaczone do celów działalności operacyjnej i/lub inwestycyjnej. Lata 2005-2009 były okresem istotnych wahań w skłonności przedsiębiorstw do nabywania nieruchomości obu rodzajów. Na podstawie danych NBP można dokonać analizy dynamiki nakładów inwestycyjnych ponoszonych przez średnie i duże

¹ Zgodnie z art. 3, ust. 1, pkt 17 Ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. 1994, Nr 121, poz. 591 z późn. zm.) pod pojęciem inwestycje rozumie się „[...] aktywa posiadane przez jednostkę w celu osiągnięcia z nich 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 handlowej, 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. W przypadku zakładów ubezpieczeń i zakładów reasekuracji przez inwestycje rozumie się lokaty”. Ustawa o rachunkowości definiuje zatem inwestycje wąsko – dotyczy to zwłaszcza nieruchomości. Zgodnie z powyższą definicją mogą być one zaliczane do inwestycji, o ile zostały nabyte w celu osiągnięcia korzyści z najmu lub dzierżawy czy też z tytułu wzrostu ich wartości rynkowej.

przedsiębiorstwa², których przedmiotem było nabycie lub budowa nieruchomości. Nakłady inwestycyjne są w tym przypadku rozumiane szeroko, obejmując nie tylko nabycie nieruchomości w celach inwestycyjnych, ale też nakłady na nieruchomości stanowiące środki trwałe podmiotu, czyli przeznaczone na działalność operacyjną. Dostępne dane obrazują dynamikę nakładów w podziale na dwie grupy: grunty oraz nieruchomości³ (rysunek 1).



Rys. 1. Dynamika nakładów inwestycyjnych na nieruchomości średnich i dużych przedsiębiorstwach w latach 2005-2009 (rok poprzedni = 100%)

Źródło: Na podstawie: Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstw w 2005 roku na podstawie danych F-01 GUS, NBP, Warszawa 2006; Ocena kondycji ekonomicznej sektora przedsiębiorstw niefinansowych w 2006 roku w świetle danych F-01/I-01, NBP, Warszawa 2007; Ocena kondycji ekonomicznej sektora przedsiębiorstw niefinansowych w 2007 roku w świetle danych F-01/I-01, NBP, Warszawa 2008; Ocena kondycji ekonomicznej przedsiębiorstw niefinansowych w 2008 roku w świetle danych F-01/I-01, NBP, Warszawa 2009; Ocena kondycji ekonomicznej sektora przedsiębiorstw niefinansowych w 2009 roku w świetle danych F-01/I-01, NBP, Warszawa 2010.

Kierunki zmian dynamiki w trzech wyodrębnionych obszarach inwestowania są w zasadzie takie same. Dynamika nakładów na nieruchomości niegruntowe jest przeciętnie wyższa od pozostałych, natomiast nakłady na grunty cechuje wyższy poziom zmienności. Te ostatnie są wyraźnie bardziej zależne od bieżącej koniunktury⁴ niż występuje to w przypadku inwestycji (głównie opera-

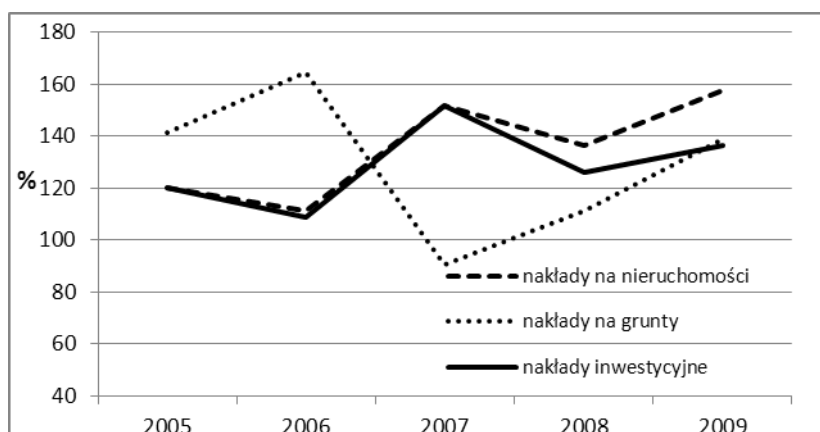
² Dane obejmują działalność przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 49 osób.

³ W opracowaniach NBP wyodrębniono nakłady na nieruchomości oraz nakłady na grunty. Stąd też w dalszej części pracy będzie przyjęty ten podział, pomimo iż autorka zdaje sobie sprawę, iż nieruchomościami są również grunty, co wynika z definicji nieruchomości zawartej w art. 46 Kodeksu cywilnego.

⁴ Potwierdzeniem tego jest spadek liczby i wartości transakcji kupna/sprzedaży gruntów przeznaczonych pod zabudowę przemysłową. O ile w 2008 r. przeprowadzono 1545 transakcji tego typu, to w 2009 r. było ich już tylko 412. Znacznie spadła również wartość transakcji kupna/sprzedaży gruntów przeznaczonych pod zabudowę przemysłową z 807,3 mln zł w 2008 r. do 198,5 mln zł w 2009 r. Zob. Obrót nieruchomościami w 2009 r. GUS, Warszawa 2010; Transakcje kupna/sprzedaży nieruchomości w 2008 r. Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2009.

cyjnych) w inne obiekty majątkowe. Należy wziąć pod uwagę, iż jednym z czynników, który wpłynął na wzrost nakładów na grunty, były istotne zmiany cen tych aktywów w minionych latach, szczególnie w ostatnim okresie boomu na rynku nieruchomości. Wyjaśnia to po części duży wzrost nakładów w 2007 r.

Charakterystyczne, że w 2008 r. dynamika nadal przekraczała 100%, co mogło być skutkiem podjętych wcześniej projektów, które w tym roku były jeszcze kontynuowane. Na wyjaśnienie to wskazuje wyraźny spadek nakładów inwestycyjnych w 2009 r. Charakterystyczne, że w przedsiębiorstwach sektora publicznego wysoka dynamika nakładów na nieruchomości oraz grunty (nota bene najwyższa w omawianym okresie) utrzymała się jeszcze w 2008 r., a w kolejnym roku nadal kształtowała się powyżej 100%. Nie ma to odzwierciedlenia w przedstawionym wykresie, gdyż udział nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw sektora publicznego stanowił w 2008 r. tylko 25% nakładów inwestycyjnych ogółem przedsiębiorstw⁵. Znacznie wyższa dynamika nakładów inwestycyjnych w sektorze publicznym w 2009 r. przyczyniła się do zwiększenia udziału nakładów inwestycyjnych tego sektora w nakładach inwestycyjnych ogółem przedsiębiorstw do 30,1%.



Rys. 2. Dynamika nakładów inwestycyjnych na nieruchomości średnich i dużych przedsiębiorstw samorządowych w latach 2005-2009 (rok poprzedni = 100%)

Źródło: Ibid.

Można zatem przyjąć, że działalność inwestycyjna przedsiębiorstw sektora publicznego w omawianym okresie była mniej zależna od zmian koniunkturalnych. Jest to wyraźnie widoczne w przedsiębiorstwach samorządowych, gdyż

⁵ Ocena kondycji ekonomicznej sektora przedsiębiorstw niefinansowych w 2008 roku w świetle danych F-01/I-01. NBP, Warszawa 2009, s. 47.

całość ich działań ma w praktyce charakter publiczny. Dynamika nakładów inwestycyjnych tych przedsiębiorstw (rysunek 2) jest znacznie wyższa od przeciętnej⁶ (rysunek 1). Mimo że również w tym przypadku najbardziej zróżnicowana jest intensywność nabywania gruntów, to wpływ kryzysu na dynamikę inwestycji przedsiębiorstw samorządowych jest niemal niezauważalny. Pomijając inwestycje w grunty, poza lekkim wahaniami w 2006 r., kiedy to dynamika spadła o około 10 punktów procentowych (nadal przekraczając 100%), w całym okresie wyraźny jest trend wzrostu dynamiki. Trend ten odbiega nie tylko od przebiegu zmian dynamiki w podmiotach prywatnych, ale też w pozostałych przedsiębiorstwach sektora publicznego. Znaczny wzrost nakładów inwestycyjnych w sektorze przedsiębiorstw samorządowych jest zapewne efektem możliwości współfinansowania rozwoju z funduszy unijnych, które stwarzają korzystne warunki do realizacji określonych projektów rozwojowych⁷.

Tabela 1

Dynamika nakładów na nieruchomości, grunty oraz nakładów inwestycyjnych w latach 2005-2009 w średnich i dużych przedsiębiorstwach (rok poprzedni = 100%)

Przedsiębiorstwa o zatrudnieniu	Nakłady na	Rok				
		2005	2006	2007	2008	2009
50-249	nieruchomości	96,4	119,9	131,5	104,6	108,9
	grunty	128,0	105,2	146,5	98,8	69,1
	inwestycje	105,6	114,2	127,3	100,9	91,7
250-499	nieruchomości	102,2	91,2	173,8	101,2	78,1
	grunty	101,2	121,7	159,7	89,8	78,9
	inwestycje	104,5	109,7	119,0	106,3	78,8
500-1999	nieruchomości	108,4	111,4	145,3	114,7	89,7
	grunty	133,0	88,1	155,6	121,6	73,8
	inwestycje	103,8	115,0	150,2	114,4	92,9

⁶ Rola sektora przedsiębiorstw samorządowych we wzroście inwestycji publicznych po 2004 r. wyraźnie się zwiększyła. Przedsiębiorstwa samorządowe w 2005 r. zrealizowały ponad 18% inwestycji całego sektora publicznego (wobec niespełna 13% w 2003 r.) i uzyskały 30% udział w przyroście nakładów na inwestycje przedsiębiorstw publicznych. Przyrost inwestycji w przedsiębiorstwach samorządowych był również znaczący na tle całej populacji – stanowił ok. 10% przyrostu odnotowanego na poziomie całego sektora przedsiębiorstw. Zob.: Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstw w 2005 roku na podstawie danych F-01 GUS. NBP, Warszawa 2006, s. 48

⁷ W wyniku realizacji polityki spójności nakłady brutto na środki trwałe były w 2008 r. o 3,2%-10,4% wyższe niż w scenariuszu bez środków z funduszy europejskich. Polityka spójności ma niezwykle istotne znaczenie zwłaszcza dla nakładów inwestycyjnych sektora publicznego. Zob.: Wpływ polityki spójności na rozwój społeczno-gospodarczy Polski w latach 2004-2015 w świetle wyników badań ekonometrycznych. MRR. Warszawa 2010, s. 2.

cd. tabeli 1

ponad 2000	nieruchomości	121,9	132,1	122,0	110,9	100,9
	grunty	146,7	141,5	84,2	115	88,4
	inwestycje	117,2	128,8	120,8	109,0	90,1

Źródło: Na podstawie: Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstw w 2005 roku na podstawie danych F-01 GUS. NBP, Warszawa 2006; Ocena kondycji ekonomicznej sektora przedsiębiorstw niefinansowych w 2006 roku w świetle danych F-01/I-01. NBP, Warszawa 2007; Ocena kondycji ekonomicznej sektora przedsiębiorstw niefinansowych w 2007 roku w świetle danych F-01/I-01. NBP, Warszawa 2008; Ocena kondycji ekonomicznej przedsiębiorstw niefinansowych w 2008 roku w świetle danych F-01/I-01. NBP, Warszawa 2009; Ocena kondycji ekonomicznej sektora przedsiębiorstw niefinansowych w 2009 roku w świetle danych F-01/I-01, NBP, Warszawa 2010.

Znaczne różnice w dynamice nakładów w omawianym okresie zauważa się również analizując nakłady przedsiębiorstw różnej wielkości (tabela 1). Wyraźny spadek nakładów nastąpił w 2009 r. we wszystkich grupach przedsiębiorstw. Jedynym wyjątkiem jest niewielki wzrost nakładów na nieruchomości w przedsiębiorstwach zatrudniających od 50 do 249 oraz powyżej 2000 osób. Charakterystyczne jest jednak, że w 2009 r. we wszystkich grupach przedsiębiorstw odnotowano najniższą dynamikę nakładów na grunty. Wyjątki dotyczące nakładów na nieruchomości niegruntowe są zapewne wynikiem ich operacyjnego charakteru. Jak wspomniano wyżej, duża zależność od koniunktury na rynku dotyczy głównie zakupu nieruchomości o charakterze inwestycyjnym.

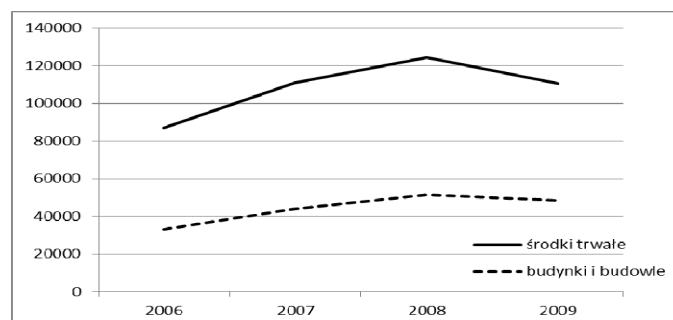
Dane NBP nie uwzględniają małych przedsiębiorstw, jednakże z praktyki wiadomo, że małe przedsiębiorstwa nabywają głównie nieruchomości niezbędne dla działalności operacyjnej. Mniejsze przedsiębiorstwa rzadko podejmują działalność o charakterze stricte inwestycyjnym (czyli inwestycji w rozumieniu prawa bilansowego). Ewentualne wolne środki pieniężne inwestują ich właściciele. Właśnie w najmniejszych przedsiębiorstwach ograniczony zakres inwestycji w nieruchomości jest typową cechą ich działalności⁸.

Podsumowując dotychczasowe rozważania można stwierdzić, iż w latach 2005-2008 odnotowano znaczny wzrost nakładów na nieruchomości w przedsiębiorstwach w kolejnych latach. Konsekwencją tego były zmiany w strukturze rodzajowej inwestycji. O ile w 2005 r. udział nakładów na nieruchomości oraz grunty w strukturze nakładów inwestycyjnych ogółem wynosił około 39%⁹, to

⁸ Potwierdzeniem tego jest chociażby porównanie wartości kredytów udzielonych przez banki uniwersalne i hipoteczne na nieruchomości niemieszkaniowe. Zarówno w bankach uniwersalnych, jak i hipotecznych wśród kredytobiorców kredytów przeznaczonych na nieruchomości niemieszkaniowe, podobnie jak w ubiegłych latach, dominowały przedsiębiorstwa. W bankach uniwersalnych stanowiły one 81,3% kredytobiorców, zaś w bankach hipotecznych 95,7%. Jednocześnie kredyty tego rodzaju dla przedsiębiorców indywidualnych stanowiły niewielką część – odpowiednio 9,4% i 3,5%. Zob. Finansowanie nieruchomości przez banki w Polsce. Stan na grdzień 2008 r. UKNF, Warszawa 2009, s. 45-46 oraz 60.

⁹ Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstw w 2005 roku na podstawie danych F-01 GUS. NBP, Warszawa 2006, s. 46 i 52.

w 2009 r. było to już 43%. Przyczyn tego zjawiska należy upatrywać nie tylko we wzroście zainteresowania przedsiębiorstw inwestowaniem w nieruchomości, ale również w zmianach struktury branżowej badanej zbiorowości. „W próbie obserwuje się bowiem spadek udziału przedsiębiorstw prowadzących działalność w obszarze przetwórstwa przemysłowego, na korzyść pozostałych sekcji, w tym zwłaszcza firm handlowych oraz usługowych, które dokonują relatywnie mniej zakupów maszyn i urządzeń”¹⁰.



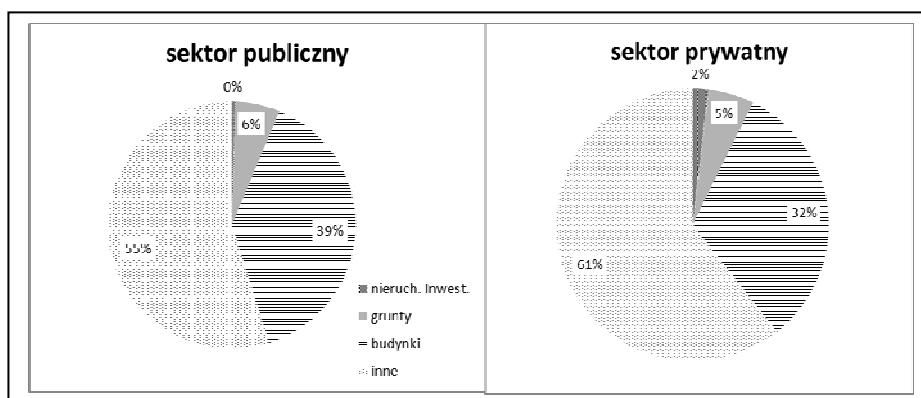
Rys. 3. Nakłady przedsiębiorstw na środki trwałe oraz niegruntowe nieruchomości operacyjne w latach 2006-2009.

Źródło: Na podstawie: Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2006 r. GUS, Warszawa 2007; Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2007 r. GUS, Warszawa 2008; Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2008 r. GUS, Warszawa 2009; Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2009 r. GUS, Warszawa 2010.

Pomimo wysokiej dynamiki w ostatnich latach, nakłady na nieruchomości operacyjne stanowią prawie połowę nakładów przedsiębiorstw na środki trwałe (rysunek 3). Przedstawione na powyższym rysunku dane obejmują inną grupę przedsiębiorstw (włącznie z małymi)¹¹, ale potwierdzają zauważone wcześniej tendencje. Spadek nakładów na nieruchomości rozpoczął się nie w kryzysowym 2008 r., lecz dopiero w kolejnym roku. Dotyczy to w równym stopniu przedsiębiorstw sektora publicznego, co prywatnego. Niestety dostępne dane nie zawierają informacji o nakładach na nieruchomości o charakterze inwestycyjnym. Ograniczony obraz zainteresowania przedsiębiorstw inwestycjami w nieruchomości daje struktura majątku trwałego (rysunek 4).

¹⁰ Ocena kondycji ekonomicznej sektora przedsiębiorstw niefinansowych w 2009 r. w świetle danych F-01/i-01. NBP, Warszawa 2010, s. 36.

¹¹ Prezentowane dane GUS obejmują przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 9 osób, włącznie z podmiotami prowadzącymi ewidencję w postaci podatkowej księgi przychodów i rozchodów.



Rys. 4. Udział nieruchomości w strukturze aktywów trwałych przedsiębiorstw w 2009 r.

Źródło: Na podstawie: Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2009 r. GUS, Warszawa 2010.

Nieruchomości stanowią niespełną połowę wartości majątku trwałego przedsiębiorstw. Udział ten jest większy w przedsiębiorstwach sektora publicznego. Większy niż w podmiotach prywatnych udział nie oznacza większej ich wartości. Wartość nieruchomości operacyjnych przedsiębiorstw sektora publicznego stanowiła w 2009 r. niemal dokładnie połowę (50,6%) wartości takich aktywów przedsiębiorstw prywatnych. Podobny wskaźnik liczony dla samych gruntów wynosił 45,8%. Jednocześnie w przedsiębiorstwach sektora publicznego niemal nie spotyka się nieruchomości inwestycyjnych. W 2009 r. miały one wartość 1489 mln zł, co stanowiło poniżej pół procenta ich aktywów trwałych.

Znaczenie nieruchomości inwestycyjnych w przedsiębiorstwach prywatnych również nie jest duże. W 2009 r. ich udział w wartości aktywów trwałych wynosił 1,85%. W poprzednich latach (od 2006) udział ten wynosił około 1,4%. Nie wiadomo, czy jest to zapowiedź wzrastającego trendu. Można raczej przypuszczać, że jest to wynikiem wyraźnego ograniczenia inwestycji w 2009 r. W związku z tym, że rzeczowe składniki operacyjne (środki trwałe) oraz wartości niematerialne i prawne podlegają amortyzacji, ich wartość netto spada. W tym samym czasie wartość nieruchomości inwestycyjnych pozostaje bez zmian, gdyż nie jest amortyzowana¹², co powoduje wzrost ich udziału w strukturze aktywów, bez działań inwestycyjnych w tym zakresie.

¹² Oczywiście, zgodnie z prawem bilansowym, niektóre nieruchomości inwestycyjne mogą być amortyzowane jak środki trwałe, zmniejszając swą wartość, ale jednocześnie inne podlegają wycenie rynkowej, co z kolei, może prowadzić do wzrostu ich wartości. W rezultacie spadek wartości nieruchomości inwestycyjnych, jeśli w ogóle zachodzi, to w niewielkim stopniu.

2. Kredyt bankowy w finansowaniu inwestycji w nieruchomości przedsiębiorstw

W latach 2005-2008 nastąpił znaczny wzrost zadłużenia przedsiębiorstw z tytułu zaciągniętych kredytów bankowych (tabela 2). Wartość nominalna kredytów przedsiębiorstw w tym okresie wzrosła o 101,5 mld zł. Najwyższy wzrost wartości kredytów dla przedsiębiorstw odnotowano w 2007 i 2008. W 2009 r. zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu zaciągniętych kredytów spadło, w porównaniu do poprzedniego roku, o 9,9 mld zł¹³.

Tabela 2

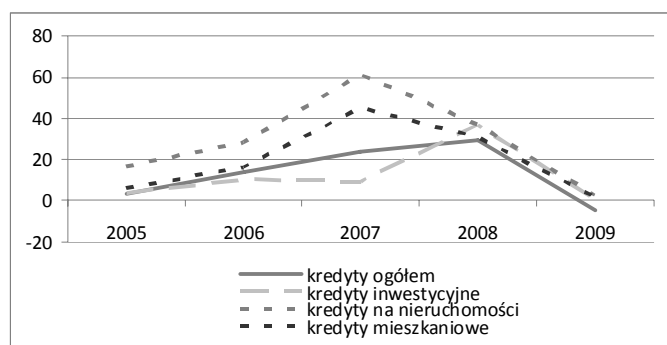
Wartość nominalna oraz struktura kredytów dla przedsiębiorstw udzielonych przez sektor bankowy (ogółem) w latach 2005-2009

Wyszczególnienie	Wartość nominalna (w mld zł)				
	2005	2006	2007	2008	2009
Kredyty dla przedsiębiorstw	121,2	138,3	171,7	222,6	212,7
– działalność bieżąca	66,1	74,4	90,6	111,5	99,7
– inwestycyjne	38,6	42,7	46,8	64,1	64,7
– nieruchomości	16,6	21,3	34,3	47,0	48,3
	Struktura (w %)				
	2005	2006	2007	2008	2009
Kredyty dla przedsiębiorstw	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
– działalność bieżąca	54,5	53,7	52,7	50,1	46,9
– inwestycyjne	31,8	30,9	27,3	28,8	30,4
– nieruchomości	13,7	15,4	20,0	21,1	22,7

Źródło: Na podstawie: Raport o sytuacji banków w 2009 roku. UKNF, Warszawa 2010.

Część kredytów wykorzystywanych przez przedsiębiorstwa była przeznaczana na finansowanie nieruchomości. W 2005 r. kredyty na nieruchomości stanowiły tylko 13,7% wartości kredytów udzielonych przedsiębiorstwom, jednakże tempo wzrostu kredytów na nieruchomości było zdecydowanie wyższe w porównaniu z pozostałymi rodzajami kredytów dla przedsiębiorstw (rysunek 5). Podobnie sytuacja przedstawiała się w 2006 r. Spowodowało to wzrost udziału kredytów na nieruchomości w strukturze kredytów przedsiębiorstw z 13,7% w 2005 r. do 15,4% w 2006 r.

¹³ Spadek ten byłby większy, gdyby nie zamiana części zobowiązań z tytułu transakcji walutowych instrumentów pochodnych na kredyty. Zob.: Raport o sytuacji banków w 2009 roku. UKNF, Warszawa 2010, s. 29.



Rys. 5. Zmiany wartości wybranych rodzajów kredytów dla przedsiębiorstw w latach 2005-2009 (w %)

Źródło: Na podstawie: Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2007 r. NBP, Warszawa 2008, s. 78, s. 83; Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2009 r. NBP, Warszawa 2010, s. 88.

W 2007 r., w porównaniu z poprzednim rokiem, odnotowano jeszcze większy wzrost wartości (o 13 mld zł) kredytów udzielonych na finansowanie nieruchomości przez przedsiębiorstwa. Tempo wzrostu zadłużenia z tytułu kredytów na nieruchomości w 2007 r. było w omawianym okresie najwyższe i wynosiło około 61%. Przyczyniło się to również do dalszego wzrostu udziału kredytów przeznaczonych na finansowanie nieruchomości w strukturze kredytów przedsiębiorstw do 20%. Szybkie tempo wzrostu kredytów na nieruchomości w połączeniu z wysoką dynamiką nakładów na nieruchomości i grunty, mogło oznaczać, że przedsiębiorstwa wyczerpały możliwości powiększania zdolności produkcyjnych poprzez rozbudowę i modernizację parku maszynowego i do dalszego zwiększania potencjału konieczne było pozyskanie nowych budynków i terenów przemysłowych¹⁴. W pewnym stopniu przyczyną wzrostu nakładów oraz wartości kredytów na nieruchomości w tym czasie był również wzrost cen nieruchomości.

Tabela 3

Polityka kredytowa banków w latach 2007-2009

Wyszczególnienie	2007				2008				2009			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Kredyty dla przedsiębiorstw	N	Ł	Ł	Ł	Z	N	Z	Z	Z	Z	Z	Ł
Kredyty mieszkaniowe	N	Ł	Z	Z	N	Z	Z	Z	Z	Z	Z	Ł
Kredyty konsumpcyjne	Ł	Ł	Z	Ł	N	Z	Z	Z	Z	Z	Z	Z

Ł – łagodzenie; N – neutralne; Z – zaostrzenie.

Źródło: Raport o sytuacji banków w 2009 roku. UKNF, Warszawa 2010, s. 20.

¹⁴ Raport o inflacji. Luty 2008. NBP, Warszawa 2008, s. 24.

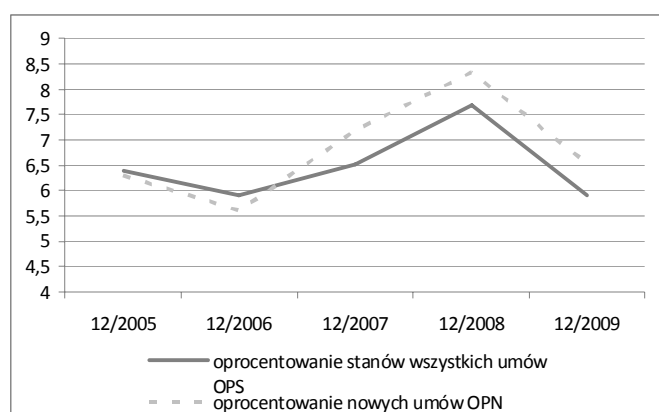
Z badań ankietowych NBP wynika, że w IV kwartale 2007 r. (po raz pierwszy od 2004 r.), banki zaostrzyły kryteria udzielania kredytów dla dużych przedsiębiorstw. W segmencie małych i średnich przedsiębiorstw utrzymywała się tendencja łagodzenia kryteriów. W opinii banków najważniejszym powodem zaostrzenia polityki kredytowej wobec dużych przedsiębiorstw był wzrost ryzyka największych kredytobiorców oraz kurczenie się bazy kapitałowej banków¹⁵. Politykę kredytową stosowaną przez banki w latach 2007-2009 wobec przedsiębiorstw odzwierciedlają informacje zawarte w tabeli 3. Dla porównania przedstawiono informacje dotyczące polityki kredytowej banków, prowadzonej w stosunku do kredytów mieszkaniowych i kredytów konsumpcyjnych. Zaostrzenie polityki kredytowej wobec przedsiębiorstw wystąpiło w 2008 r. (poza II kwartałem) oraz od I do III kwartału 2009 r. Zaostrzenie kryteriów udzielania kredytów przedsiębiorstwom przejawiało się m.in. podwyższeniem marż kredytowych, zwiększeniem pozaodsetkowych kosztów kredytów, obniżeniem maksymalnej kwoty kredytu, wzrostem wymaganych zabezpieczeń oraz skróceniem maksymalnego okresu kredytowania¹⁶. Jako przyczynę zaostrzenia polityki kredytowej wobec przedsiębiorstw banki wskazywały przede wszystkim na ryzyko związane z przyszłą sytuacją gospodarczą, w dalszej kolejności na bieżącą lub oczekiwaną sytuację kapitałową banku, rosnące ryzyko branży (przy czym jako szczególnie ryzykowne banki wskazały branżę nieruchomości, transportu oraz branżę o wysokim udziale eksportu w strukturze sprzedaży)¹⁷. W rezultacie w latach 2007-2008 wystąpił wzrost średniego oprocentowania kredytów zaciąganych przez przedsiębiorstwa (rysunek 6)¹⁸.

¹⁵ Zob.: Raport o sytuacji banków w 2007 roku. Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2008, s. 37.

¹⁶ Zob.: Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. IV kwartał 2008. NBP, Warszawa 2008, s. 2-3.

¹⁷ Zob.: Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. IV kwartał 2008. NBP, Warszawa 2008, s. 3-4.

¹⁸ W połowie 2006 r. NBP rozpoczął publikację zgodnych ze standardami EBC szeregów czasowych dotyczących oprocentowania kredytów i depozytów przez banki. Wyróżniono oprocentowanie stanów oraz oprocentowanie nowych umów. Pierwsze opisuje średnie oprocentowanie wszystkich umów na koniec okresu sprawozdawczego (zarówno tych zawartych przed miesiącem sprawozdawczym i nadal obowiązujących, jak i nowo zawartych). Z kolei średnie oprocentowanie nowych umów dotyczy tylko umów zawartych w danym miesiącu sprawozdawczym, w tym aneksów do już istniejących umów. Zob.: Sytuacja finansowa banków w 2006 r. Synteza. Warszawa 2007, s. 6; www.knf.gov.pl.



Rys. 6. Średnie ważone oprocentowanie kredytów (%)

Źródło: Sytuacja finansowa banków w 2006 r. Synteza. Warszawa 2007, s. 6; Raport o sytuacji banków w 2009 roku, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010, s. 15.

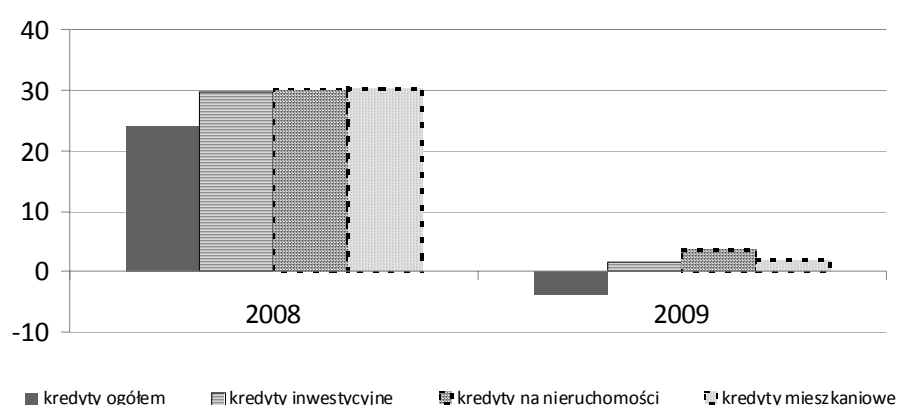
Z punktu widzenia przedsiębiorstw, wzrost oprocentowania kredytów powoduje wzrost kosztu pozyskania tego kapitału, co mogło przyczynić się do tego, iż przedsięwzięcia inwestycyjne mniej ryzykowne, które miały przynieść niewielką stopę zwrotu, mogły okazać się nieopłacalne. Był to więc sygnał dla przedsiębiorstw, aby zrezygnować z realizacji tego typu przedsięwzięć inwestycyjnych w najbliższym czasie, bądź też poszukać innego, tańszego źródła kapitału. Wzrost oprocentowania kredytów może więc powodować, że w takiej sytuacji o kredyty na finansowanie przedsięwzięć inwestycyjnych będą się ubiegać tylko przedsiębiorstwa, których projekty mogą generować wyższą stopę zwrotu, a co za tym idzie, są bardziej ryzykowne.

W 2008 r. wartość kredytów udzielonych na nieruchomości przedsiębiorstw również wzrosła w stosunku do poprzedniego roku, jednak tempo wzrostu nie było już tak wysokie, jak w 2007 r. Należy również odnotować znaczny wzrost wartości kredytów przeznaczonych na pozostałą działalność inwestycyjną, co odzwierciedla tempo wzrostu tych kredytów w 2008 r. Dynamiki kredytów na nieruchomości i kredytów inwestycyjnych były prawie równe. Udział kredytów na nieruchomości w portfelu kredytów dla przedsiębiorstw wynosił w 2008 r. 21,1%.

Na wzrost wartości kredytów w 2008 r. wpłynęło zapewne znaczne osłabienie złotego w IV kwartale tego roku¹⁹. Deprecjacja złotego spowodowała jednak przede wszystkim wzrost wartości kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych, które w większym stopniu korzystały z kredytów walutowych niż przedsiębiorstwa. Wzrost zainteresowania gospodarstw domowych i przedsię-

¹⁹ Średnioważony kurs euro w IV kwartale 2008 r. wynosił 3,7752 zł (w III kwartale 2008 r. 3,3058 zł); średnioważony kurs franka szwajcarskiego w IV kwartale wynosił 2,4783 zł (w III kwartale 2008 r. 2,0516 zł). Zob.: www.nbp.pl.

biorstw kredytami udzielanymi w walutach obcych wynikał przede wszystkim z dużych różnic występujących w oprocentowaniu kredytów wyrażonych w złotych i w walutach obcych oraz z wcześniejszej aprecjacji złotego. Ze względu na znacznie mniejszy udział kredytów walutowych w strukturze kredytów przedsiębiorstw w porównaniu z kredytami dla gospodarstw domowych²⁰, deprecjacja złotego nie powinna mieć tak znacznego wpływu na wartość kredytów bankowych dla przedsiębiorstw, jak w przypadku kredytów dla gospodarstw domowych. Rysunek 8 przedstawia tempo wzrostu bądź spadku wartości wybranych rodzajów kredytów przedsiębiorstw w latach 2008-2009 po wyłączeniu wpływu zmian kursów walutowych. Z porównania danych (rysunki 5 i 7) wynika, iż po wyłączeniu zmian kursów walutowych tempo wzrostu kredytów na nieruchomości i kredytów inwestycyjnych w 2008 r. byłoby niższe odpowiednio o 6,8% i 7,1%.



Rys. 7. Zmiany wybranych rodzajów kredytów po wyłączeniu wpływu zmian kursów walutowych dla przedsiębiorstw w latach 2008-2009 (w %)

Źródło: Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2009 r. NBP, Warszawa 2010, s. 89.

Jak już wcześniej wspomniano, w 2009 r. wartość kredytów udzielonych przedsiębiorstwom spadła o 4,4% w porównaniu z poprzednim rokiem²¹. Jednakże wartość kredytów inwestycyjnych, jak i kredytów przeznaczonych na finansowanie nieruchomości nieznacznie wzrosła. Zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu kredytów na działalność bieżącą spadło w porównaniu z poprzednim

²⁰ Deprecjacja złotego nie miała tak istotnego wpływu na ogólną wartość kredytów dla przedsiębiorstw, ponieważ kredyty walutowe mają znacznie mniejszy udział w ich strukturze (24,3%) niż w strukturze kredytów dla gospodarstw domowych (40,4%). Osłabienie złotego najbardziej zwiększyło wartość kredytów eksportowych, z których 97% to kredyty walutowe. Zob.: Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2008 r. NBP, Warszawa 2008, s. 84.

²¹ Z danych NBP wynika również, iż w sektorze przedsiębiorstw zmniejszył się też odsetek kredytobiorców. Zob.: Ocena kondycji ekonomicznej sektora przedsiębiorstw niefinansowych w 2009 r. w świetle danych F-01/i-01. NBP, Warszawa 2011, s. 4.

rokiem o 10,6%²². Stąd też udział kredytów przeznaczonych na finansowanie nieruchomości w strukturze kredytów przedsiębiorstw był najwyższy od 2005 r. i wynosił 22,7%.

Nieznaczny wzrost wartości kredytów na nieruchomości i kredytów inwestycyjnych w 2009 r. mógł wynikać z kontynuacji inwestycji wcześniej rozpoczętych. Część kredytów inwestycyjnych i na nieruchomości jest bowiem wypłacana w transzach, których uruchomienie jest rozciągnięte w czasie i uwarunkowane stopniem zaawansowania inwestycji²³.

Wśród kredytów zaciąganych przez przedsiębiorstwa na zakup nieruchomości część z nich stanowiły kredyty na nieruchomości mieszkaniowe²⁴. Z danych zaprezentowanych na rysunku 8 wynika, iż w latach 2007-2008 nastąpił znaczny wzrost wartości kredytów mieszkaniowych zaciągniętych przez przedsiębiorstwa. W stosunku do 2006 r.²⁵ wartość kredytów mieszkaniowych zaciągniętych przez przedsiębiorstwa w 2007 r. wzrosła o 45,2%, a w 2008 r. o 30,9% (w stosunku do poprzedniego roku). W 2009 r. zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu kredytów na nieruchomości mieszkaniowe wzrosło w porównaniu do poprzedniego roku, jednak dynamika tych zmian nie była tak wysoka, jak w latach 2007-2008. Przyczyn tego zjawiska należy upatrywać przede wszystkim w spadku popytu na nieruchomości mieszkaniowe. W okresie boomu na rynku nieruchomości inwestorzy często decydowali się na zakup nieruchomości będących w początkowej fazie ich realizacji (narażając się w ten sposób na większe ryzyko). Spadek popytu na nieruchomości spowodował, że przedsiębiorstwa zajmujące się działalnością deweloperską były zmuszone do poszukiwania innych źródeł finansowania podejmowanych inwestycji. Potwierdzeniem tego są dane dotyczące struktury finansowania przeciętnej dużej firmy deweloperskiej, z których wynika, iż udział kredytów i pożyczek w finansowaniu ich działalności wynosił odpowiednio w 2005 r. 13,2%, a w 2009 r. 18,5%²⁶.

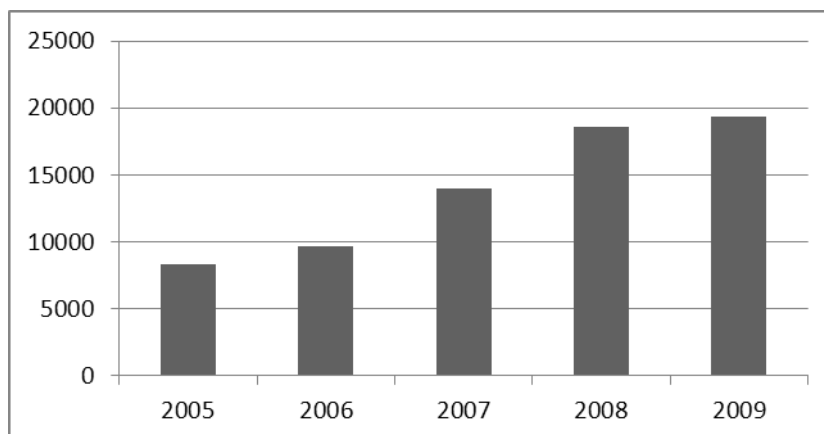
²² Wśród przyczyn tego spadku należy wymienić duże zasoby środków własnych przedsiębiorstw, pozwalające na obsługę zobowiązań bieżących bez wspierania się środkami obcymi. Zob.: Ocena kondycji ekonomicznej sektora przedsiębiorstw niefinansowych w 2009 r. w świetle danych F-01/i-01. NBP, Warszawa 2011, s. 4.

²³ Por. Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2009 r. NBP, Warszawa 2010, s. 141.

²⁴ W latach 2007-2009 kredyty na nieruchomości mieszkaniowe stanowiły ponad 40% ogółu kredytów na nieruchomości udzielonych przedsiębiorstwom.

²⁵ Warto odnotować, iż w 2004 r. wartość kredytów na nieruchomości mieszkaniowe udzielonych przedsiębiorstwom była niższa w porównaniu z poprzednim rokiem o 15,5%. Zob. Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2006 r. NBP, Warszawa 2008, s. 72.

²⁶ Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce w I kwartale 2011 r. NBP, Warszawa 2011.



Rys. 8. Kredyty na nieruchomości mieszkaniowe dla przedsiębiorstw (w mln zł) – stan na 31 XII

Źródło: Wyniki finansowe banków w 2005 r. GUS, Warszawa 2006; Wyniki finansowe banków w 2006 r. GUS, Warszawa 2007; Wyniki finansowe banków w 2007 r. GUS, Warszawa 2008; Wyniki finansowe banków w 2008 r. GUS, Warszawa 2009; Wyniki finansowe banków w 2009 r. GUS, Warszawa 2010.

Należy również zwrócić uwagę, iż wzrost wartości kredytów mieszkaniowych dla przedsiębiorstw w 2008 r. po wyłączeniu wpływu zmian kursów walutowych był tylko niewiele niższy (o 0,6%) w porównaniu do danych zamieszczonych w tabeli 2. Można więc przypuszczać, że znaczna część kredytów mieszkaniowych zaciągniętych przez przedsiębiorstwa była udzielona w złotych. W pewnej mierze potwierdzają to dane statystyczne, z których wynika, że większość kredytów dla deweloperów została udzielona w złotych (85,5%). W większym stopniu finansowana jest w złotych (około 90%) działalność deweloperska ukierunkowana na budownictwo mieszkaniowe, natomiast większość (około 67,7%) kredytów dla deweloperów przeznaczonych na finansowanie nieruchomości komercyjnych jest udzielanych w walucie obcej²⁷. Należy jednak zwrócić uwagę, iż dane te dotyczą tylko deweloperów, a jak wiadomo działalnością deweloperską mogą zajmować się również podmioty o innym podstawowym zakresie działalności.

W latach 2005-2009 zainteresowanie przedsiębiorstw zewnętrznymi źródłami finansowania działalności inwestycyjnej nie ograniczało się tylko do kredytów bankowych. Z danych NBP wynika, iż w tym okresie wzrosło również zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu emisji długoterminowych papierów dłużnych. Należy jednak zwrócić uwagę, iż z tej formy finansowania korzystają przede wszystkim bardzo duże firmy. Znaczny udział w nowych emisjach długotermi-

²⁷ Zob.: Finansowanie nieruchomości przez banki w Polsce. Stan na grudzień 2008 r. Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009, s. 48.

nowych papierów dłużnych przedsiębiorstw stanowiły obligacje emitowane przez spółki z branży energetycznej, budowlano-deweloperskiej oraz chemicznej²⁸.

Warto podkreślić, że największy udział w wartości nowych emisji obligacji (około 20%) w 2007 r. miały spółki z branży budowlano-deweloperskiej (m.in. Globe Trade Centre, Skanska)²⁹. Potwierdzeniem tego są chociażby dane dotyczące struktury finansowania przeciętnej dużej firmy deweloperskiej. W latach 2005-2009 udział zobowiązań z tytułu emisji papierów dłużnych w strukturze finansowania przeciętnej dużej firmy deweloperskiej wynosił w kolejnych latach odpowiednio: 7,0%; 10,2%; 12,7%; 11,5%; 9,3%³⁰. W latach 2008-2009 rola obligacji w finansowaniu działalności tych podmiotów zmniejszyła się, jednocześnie w tym czasie większy udział w finansowaniu firm deweloperskich stanowiły zobowiązania z tytułu kredytów i pożyczek (około 18,5%).

Zakończenie

Na skalę inwestycji przedsiębiorstw w nieruchomości miało niewątpliwie wpływ wysokie tempo rozwoju gospodarczego³¹, trwające do końca 2007 r., które wywołało boom na rynku nieruchomości. Zjawiska te miały odzwierciedlenie w skali nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw na nieruchomości oraz we wzroście udziału nieruchomości w strukturze aktywów przedsiębiorstw. Nie należy jednak tego interpretować, doszukując się wyjątkowo wysokiej skłonności przedsiębiorstw do nabywania nieruchomości. Przyczyn tego zjawiska należy upatrywać również w zmianach struktury branżowej badanej zbiorowości przedsiębiorstw. Duże znaczenie miał też wzrost cen nieruchomości w tym czasie, co podkreśla się we wszystkich raportach, jednak brak indeksów wzrostu cen nie pozwala na jednoznaczne określenie ich wpływu na wartość nakładów.

Z danych przedstawionych w opracowaniu wynika, iż w latach 2005-2009 wartość kredytów zaciągniętych na finansowanie nieruchomości przez przedsiębiorstwa wzrosła prawie 3-krotnie. Tempo wzrostu zadłużenia z tytułu kredytów zaciągniętych na finansowanie nieruchomości w omawianym okresie było zdecydowanie wyższe w porównaniu z tempem wzrostu zadłużenia z tytułu kredytów zaciągniętych na finansowanie działalności bieżącej, czy też działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw. Znaczny wzrost zadłużenia przedsiębiorstw z ty-

²⁸ Zob.: Rozwój rynku finansowego w Polsce w 2007 r. NBP, Warszawa 2008, s. 200.

²⁹ Zob.: Rozwój rynku finansowego w Polsce w 2008 r. NBP, Warszawa 2009, s. 221.

³⁰ Dane pochodzą z: Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce w I kwartale 2011 r. NBP, Warszawa 2011, s. 13.

³¹ Tempo wzrostu PKB w naszym kraju wynosiło 3,6% (2005 r.), 6,1% (2006 r.), 6,8% (2007 r.), 5,0% (2008 r.), 1,7% (2009 r.). Zob.: www.nbp.pl

tułu zaciągniętych kredytów na nieruchomości spowodował wzrost udziału kredytów udzielonych na nieruchomości w kredytach ogółem przedsiębiorstw z 13,7% w 2005 r. do 22,7% w 2009 r.

Tempo wzrostu zadłużenia przedsiębiorstw z tytułu kredytów zaciągniętych na finansowanie nieruchomości w roku 2009 zostało wyraźnie zahamowane, na co miały wpływ zapewne spowolnienie gospodarcze oraz zaostrzenie polityki kredytowej banków. Ze względu na znacznie mniejszy popyt zarówno krajowe, jak i zagraniczne przedsiębiorstwa były zmuszone do weryfikacji swoich zamierzeń inwestycyjnych, czego odzwierciedleniem był spadek nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw w 2009 r. Ograniczenie potrzeb inwestycyjnych, w tym na nieruchomości, przyczyniło się do zmniejszenia zapotrzebowania ze strony przedsiębiorstw na kredyt bankowy. Z drugiej strony zaostrzenie polityki kredytowej banków powinno przyczynić się do poszukiwania innych źródeł finansowania inwestycji, w tym nieruchomości. Pewnym potwierdzeniem tego jest struktura finansowania przeciętnej firmy deweloperskiej, z której wynika, że w 2010 r. udział zobowiązań z tytułu kredytów i pożyczek był znacznie mniejszy niż w 2009 r. i wynosił 11,1%, podczas gdy nastąpił znaczny wzrost zobowiązań z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych i wynosił 16,5%³².

ENTERPRISES INVESTING IN REAL ESTATES AND INVESTMENT PROPERTY LOANS IN 2005-2009

Summary

The article presents results of an analysis to show enterprises involvement in real estate investments in 2005-2009, and their use of bank loans to finance these investments. Up to 2008 we could see high growth in business expenditure on real estate. For the meantime, in banks, the share of investment property loans in the total amount of business loans increased. The reasons for this involvement scale in real property investments were the high rate of economic growth and the boom in the property market, which lasted till the end of 2007. In the following years, the crisis only slightly reduced the growth of investments and investment property loans.

³² Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce w I kwartale 2011 r. NBP, Warszawa 2011, s. 13.

MODEL POLITYKI DYWIDENDOWEJ NA TLE POLITYKI DYWIDENDOWEJ SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE

Wprowadzenie

Zmienność wyników przedsiębiorstwa i otoczenia gospodarczego, w którym podmiot funkcjonuje, często utrudniają realizację ciągłej polityki wypłat. Dodatkowo rozwój przedsiębiorstwa oraz realizacja programów inwestycyjnych powodują wzrost zapotrzebowania na finansowanie zarówno ze źródeł wewnętrznych, jak i kapitałem obcym, co również przekłada się na zmniejszenie lub wręcz czasowe zaprzestanie wypłacania dywidendy.

Z drugiej strony, jeśli podmiot jest notowany na rynku kapitałowym, inwestorzy oczekują wypłaty części wypracowanego zysku oraz jasnej i przejrzystej polityki dywidendowej. Dodatkowo podmiot mający na celu m.in. utrzymanie stabilnego akcjonariatu oraz posiadanie statusu spółki dywidendowej¹, powinien znaleźć optymalne rozwiązanie uwzględniające z jednej strony zapotrzebowanie na kapitał umożliwiający rozwój i inwestycje, a z drugiej – zachęcać inwestorów do nabywania i utrzymywania w portfelach inwestycyjnych akcji. Podmiot taki powinien posiadać odpowiednio dopasowany model polityki dywidendowej – m.in. do skali działalności, specyfiki branży oraz etapu rozwoju przedsiębiorstwa – który pozwoliłby spółce na otwarte informowanie inwestorów co do możliwych do uzyskania dywidend. Takie działania wpływają również na poprawę wizerunku spółki w oczach inwestorów oraz kreują odpowiednie relacje inwestorskie.

1. Teorie polityki dywidendowej i strategię jej wypłaty

Polityka wypłat dla akcjonariuszy obejmuje politykę dywidendową oraz skup akcji własnych (*buy-back*, *share repurchase*). Polityka dywidendowa okre-

¹ Mianem spółki dywidendowej ogólnie określa się te podmioty, które w określonych interwałach czasowych (latach) nieprzerwanie wypłacają dywidendę. Okres nieprzerwanej wypłaty w poszczególnych krajach jest różnie ustalany. Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie mianem spółki dywidendowej określa się podmiot, który w okresie ostatnich 5 lat co najmniej przez 3 lata wypłacał dywidendę.

śla jaka część wypracowanego przez przedsiębiorstwo zysku będzie podzielona na część dla akcjonariuszy² oraz część pozostającą w przedsiębiorstwie.

Z kolei skup akcji własnych jest uważany jako alternatywa w stosunku do polityki dywidendowej. Przeważnie odkup akcji przez spółkę jest przeprowadzony w celu późniejszego wykorzystania ich w programach wynagradzania pracowników lub w transakcjach pomiędzy podmiotami. Jeśli natomiast skup akcji jest przeprowadzony celem ich umorzenia, należy wtedy zwrócić uwagę, po jakiej cenie są akcje skupywane. Skup akcji i ich umorzenie powoduje spadek wskaźnika EPS³, co przekłada się na wzrost atrakcyjności akcji spółki. Jest jednak warunek opłacalności takiej transakcji. Jeśli wskaźnik C / WK ⁴ jest większy od 1, czyli spółka jest wyceniana wyżej, aniżeli jej wartość księgowa, transakcja skupu akcji celem umorzenia jest nieopłacalna. Oznacza to, że spółka za złotówkę swojego majątku płaci ponad złotówkę w cenach rynkowych. Zatem transakcja buy-back celem umorzenia akcji jest właściwa tylko wtedy, jeśli zachodzi nierówność $C / WK < 1$.

Polityka wypłaty dywidend jest wypadkową wielu czynników o różnej sile oddziaływania, do których należy zaliczyć:

- preferencje inwestorów odnoszące się do dywidend,
- zawartość informacyjna ogłoszeń o poziomie dywidendy,
- ograniczenia prawne dotyczące płacenia dywidend,
- wymagania funduszy inwestycyjnych co do stałego dochodu z kapitału,
- dostępność efektywnych możliwości inwestycyjnych i koszty emisji nowych akcji,
- dostępność gotówki na wypłaty dywidend,
- potrzeba utrzymania kontroli właścicieli nad spółką⁵.

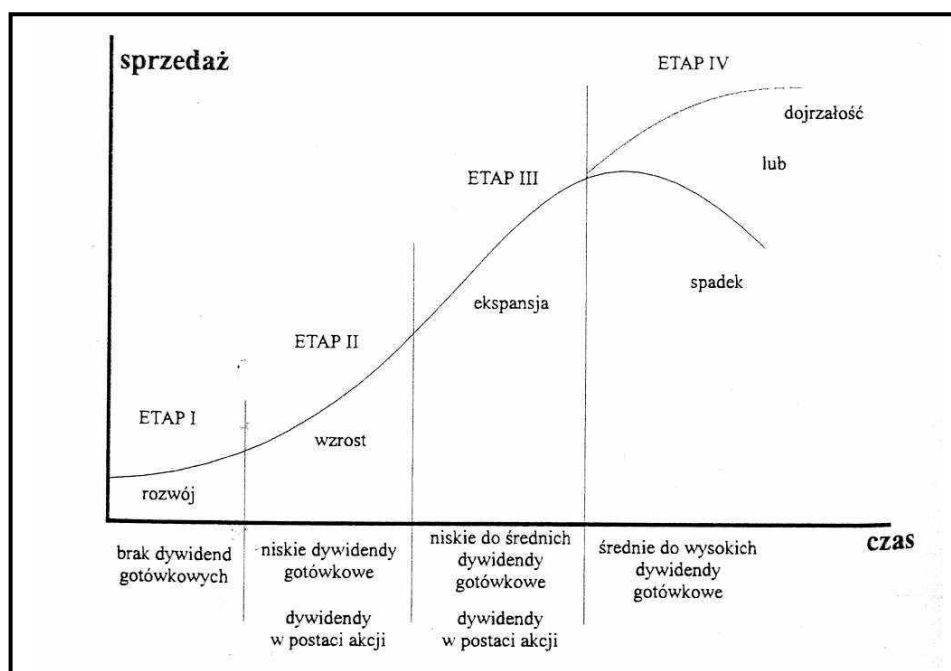
Na politykę dywidendową wpływa również etap rozwoju przedsiębiorstwa. Początkowe etapy rozwoju przedsiębiorstwa charakteryzują się niskimi wypłatami dywidendy lub wręcz jej brakiem. Fakt ten wynika z dużego zapotrzebowania przedsiębiorstwa na kapitał i jego inwestycje. Rysunek 1 przedstawia zależność pomiędzy etapem rozwoju przedsiębiorstwa a możliwością wypłaty dywidend.

² Podział następuje wprost proporcjonalnie do liczby posiadanych akcji zwykłych.

³ EPS – zysk na akcję liczony jako roczny zysk podzielony przez liczbę wyemitowanych akcji.

⁴ C / WK (inaczej P / BV) oblicza się jako cena rynkowa akcji / wartość księgowa przypadająca na liczbę wyemitowanych akcji.

⁵ M. Sierpińska: Polityka dywidend w spółkach kapitałowych. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 119-120.



Rys. 1. Cykl życia firmy a poziom wypłat dywidend

Źródło: S.B. Block, G.A. Hirt: Foundations of Financial Management. IRWIN, Homewood, Illinois 1987, s. 574, za M. Sierpińska: Polityka dywidend w spółkach kapitałowych. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 116.

W literaturze przedmiotu są opisywane trzy nurty polityki dywidendowej⁶:

1. Grupa konserwatywna (prodywidendowa) – wartość spółki zostanie maksymalizowana przez wysoką stopę wypłat dywidend. Głównym przedstawicielem tej grupy jest M. Gordon i J. Lintner. Zwolennicy tego nurtu uważają, że dywidenda zawsze była i jest najbardziej pożądaną formą otrzymywania dochodów z zainwestowanego w akcje kapitału. Zdaniem tych autorów dywidenda jest pewna, natomiast zyski kapitałowe są niepewne. Teoria ta znalazła swoje potwierdzenie w wynikach obserwacji na rynku kapitałowym, które pozwoliły zauważyć, że akcje odznaczające się dużymi wypłatami dywidend cieszyły się większym popytem wśród inwestorów niż akcje z małymi wypłatami. Teoria ta została określona mianem teorii wróbla w garści i zgodnie z nią dywidenda jest pozytywnie skorelowana z wartością przedsiębiorstwa.
2. Grupa radykalna (antydywidendowa) – wzrost wypłat dywidend obniża wartość spółki. Reprezentują ją R. Litzenberger i K. Ramaswamy. Grupa ta uwa-

⁶ Zob. więcej w: A. Cwynar, W. Cwynar: Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania, Warszawa 2007, s. 178-182; M. Sierpińska: Op. cit., s. 131 i n.

za, że akcjonariusze przywiązują dużą wagę do podatków. Dlatego też będą preferowali zyski kapitałowe do czasu aż opodatkowanie zysków ze sprzedaży akcji będzie mniejsze od opodatkowania dywidendy. Teoria ta ma rację bytu tylko w sytuacji, w której zysk zatrzymany jest opodatkowany niższą stopą aniżeli wypłacona dywidenda. Jest to tak zwana teoria preferencji podatkowych, która jednak traci swoją ważność w krajach, w których nie występuje różnica w podatkach.

3. Grupa środkowa (neutralna) – polityka dywidend nie ma wpływu ani na cenę akcji, ani na koszt kapitału firmy. Takie poglądy po raz pierwszy zaprezentowali M. Miller i F. Modigliani. Reprezentanci grupy neutralnej (F. Modigliani i M. Miller) opublikowali pracę⁷, w której opisali wyniki badań. Doszli do wniosku, że przy danej polityce inwestycyjnej, polityka dywidend spółki nie wpływa ani na aktualną cenę rynkową akcji, ani na całkowity dochód akcjonariuszy. Teoria ta nazwana została teorią nieistotności dywidend.

Wynikające z teorii polityki dywidendy podejścia do wpływu wypłacanej dywidendy na ceny akcji lub jej braku, spowodowało powstanie teorii opisujących schematy zachowania się inwestorów. Zaliczyć do nich należy:

- teorię wróbla w garści – dochód inwestora w postaci oczekiwanej dywidendy ma większe znaczenie od oczekiwanego zysku kapitałowego, ponieważ dywidenda jest pewna, a ewentualne zyski ze wzrostu ceny akcji są niepewne,
- teorię cateringową – spółka odpowiada na popyt zgłaszany przez inwestorów dostarczając takiej dywidendy, na jaką jest z ich strony zapotrzebowanie,
- efekt sygnalizacji – wzrost wartości planowanej dywidendy powoduje wzrost cen akcji, a spadek planowanej dywidendy lub jej brak analogicznie powoduje spadek cen akcji,
- efekt klienteli – spółki, ustalając określoną politykę dywidendową, przyciągają tym samym do siebie określone grupy inwestorów, w szczególności preferujących otrzymywanie dywidend⁸.

Pomimo wielu rozbieżności w interpretacji wpływu innych czynników na politykę dywidend, w kwestii sygnałów wysyłanych przez dywidendy badacze są niemal zgodni. Dywidendy zawierają ważne informacje nieznane rynkowi⁹.

Czynnikiem, którego wpływ nie został jednoznacznie rozstrzygnięty, jest zawartość informacyjna dywidend. Powoduje ona występowanie wspomnianego

⁷ M. Miller, F. Modigliani: Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. „Journal of Business” 1961, No. 34, s. 411-433.

⁸ Zob. więcej: R. Stalmacha: Zarządzanie firmą w interesie akcjonariuszy. Difin, Warszawa 2005; A. Cwynar, W. Cwynar: Op. cit.; M. Sierpińska: Op. cit.

⁹ S. Elfakhani: An Empirical Examination of the Information Content of Balance Sheet and Dividend Announcements: A Signaling Approach. „Journal of Financial and Strategic Decisions” Summer 1995, Vol. 8, No. 2, s. 65.

efektu sygnalizacji. Dlatego w praktyce dużo częściej spotyka się decyzje o wzroście dywidend lub jej utrzymaniu na stałym poziomie niż decyzje o ich obniżce lub całkowitym zaniechaniu wypłat¹⁰.

W praktyce niejednokrotnie podmioty notowane na rynku kapitałowym nie posiadają wypracowanej polityki dywidendowej. Inne z kolei mają ustaloną przejrzystą politykę dywidendową i ją komunikują. Trzecia grupa podmiotów to te, które mają ustaloną politykę podziału zysku, ale ją niewłaściwie komunikują. W szczególności w okresie bessy lub krachu na rynku kapitałowym, cieszą się powodzeniem te spółki, które mają przejrzystą politykę dywidendową i ją komunikują.

Należy zauważyć, że o ile w początkowej fazie rozwoju rynku kapitałowego jest akceptowane niewypłacanie dywidend akcjonariuszom, o tyle na rynku rozwiniętym inwestorzy oczekują bieżących dochodów z inwestycji w akcje spółek. Jeżeli zarząd prowadzi racjonalną politykę inwestycyjną, można się spodziewać, że brak dywidend oznacza zainwestowanie środków w projekt, który wpłynie na wzrost wartości przedsiębiorstwa w przyszłości (wzrost wartości dla właściciela). Wraz z rozwojem firmy natomiast, potrzeby inwestycyjne będą małe, co zaowocuje próbą wypracowania długookresowej stabilnej polityki dywidend¹¹.

Spółki wypłacające dywidendy, stosują przyjęte zasady ich wypłaty, które można określić jako ogólne strategie, do których można zaliczyć:

- strategię stabilnej dywidendy – spółka wypłaca stałą w czasie dywidendę, unikając tym samym jej zmiany w krótkich okresach,
- strategię stabilnego wskaźnika wypłaty dywidendy – podmiot wypłaca określony stały procent zysków w postaci dywidendy, co powoduje zmiany kwoty wypłacanej dywidendy,
- strategię dywidendy nadwyżkowej (tzw. rezydualnej) – dywidenda jest wypłacana z kwoty pozostałej po wdrożeniu wszystkich projektów, dla których $NPV > 0$,
- strategię stałej kwoty dywidendy oraz nieregularnej dodatkowej (tzw. strategia kompromisowa) – strategia zakłada ustalenie stałej niskiej kwoty dywidendy i nieregularnej – uzależnionej od zysków oraz zapotrzebowania na kapitał – dywidendy zmiennej w czasie,
- strategię 100% wypłaty zysku – strategia skrajna, trudna do realizacji przez spółkę w długim okresie,

¹⁰ Zob. więcej: M. Miller, K. Rock: Dividend Policy under Asymmetric Information. „Journal of Finance” September 1985, Vol. 40.

¹¹ Zob. więcej: B. Kaźmierska-Jóźwiak: Ocena polityki dywidend spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. „Organizacja i Kierowanie” 2008, nr 2.

- strategię zerowej dywidendy – spółka nie wypłaca dywidendy, często się ją stosuje, kiedy wypracowane przez podmiot zyski nie wystarczają na realizację projektów inwestycyjnych zaplanowanych w budżecie¹².

Omówione strategie – pomimo określonych zasad i wytycznych ich stosowania – nie rozwiązują problemu wypłaty dywidendy w sposób modelowy. Dodatkowo nie uwzględniają tak ważnych dla zarządu, inwestorów oraz pozostałych stron finansujących zagadnień związanych z kosztem kapitału, płynnością przedsiębiorstwa, zapotrzebowaniem na przyszłe inwestycje, czy też zmiennością wyników w przyszłości.

2. Polityka dywidendowa w polskich przedsiębiorstwach

Przedsiębiorstwa notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w mniejszości mają opracowane i jasno określone reguły wypłaty dywidendy. Niejednokrotnie inwestorzy są zaskakiwani informacją o wypłacie dywidendy lub zaprzestaniu jej wypłaty.

Atrakcyjność wypłacanej dywidendy można mierzyć jej wielkością lub stosunkiem do ceny akcji. Ten drugi sposób jest bardziej miarodajny i umożliwia porównanie atrakcyjności wypłacanej dywidendy pomiędzy spółkami. Określa się go jako stopa dywidendy i oblicza jako:

$$DY = \frac{D}{P} \times 100\% \quad (1)$$

gdzie:

DY – stopa dywidendy,

D – dywidenda na jedną akcję,

P – bieżąca cena akcji.

Wraz z wydłużaniem się czasu przebywania na giełdzie rośnie (choć nieznacznie) skłonność spółek do płacenia dywidend. Jeżeli weźmiemy pod uwagę wszystkie spółki, które mogły przynajmniej raz wypłacić dywidendę, a więc były notowane przynajmniej przez jeden rok, to współczynnik skłonności do płacenia dywidend mierzony ilorazem liczby wypłat do liczby możliwych wypłat wynosi 30,6%. Jeżeli weźmiemy pod uwagę tylko spółki, które przez 14 lat były notowane na giełdzie, to ich skłonność do płacenia dywidend wzrasta do 41,74%¹³.

¹² M. Sierpińska: Op. cit., s. 95 i n.

¹³ Zob. M. Kowerski: Strategie dywidendowe spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1992-2007. „Ekonomista” 2008, nr 5.

W szczególności wysokie wartości wskaźnika (1) są zauważalne w tych okresach, kiedy na rynku kapitałowym przeważają spadki. Stopę dywidendy oraz roczną rentowność dla wszystkich notowanych spółek w latach 1992-2011 przedstawia tabela 1.

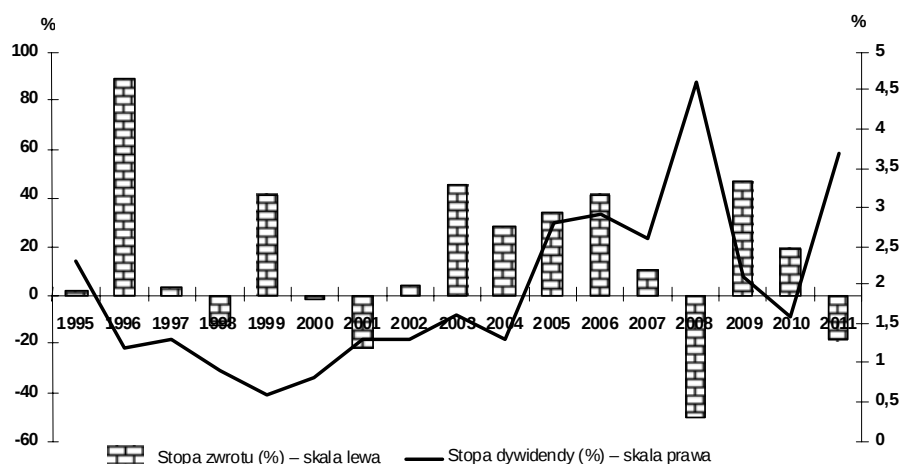
Tabela 1

Stopa dywidendy oraz roczna rentowność spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1992-2011 na dzień 18.08.2011

Okres	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Stopa dywidendy (%)	0	0	0	2,3	1,2	1,3	0,9
Stopa zwrotu (%)	13,2	1095	-39,9	1,5	89,1	2,3	-12,8
Okres	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Stopa dywidendy (%)	0,6	0,8	1,3	1,3	1,6	1,3	2,8
Stopa zwrotu (%)	41,3	-1,3	-22	3,19	44,92	27,94	33,66
Okres	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Stopa dywidendy (%)	2,9	2,6	4,6	2,1	1,59	3,7	
Stopa zwrotu (%)	41,6	10,39	-51,07	46,85	18,77	-18,5	

Źródło: Na podstawie danych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Na rysunku 2 zaprezentowano w ujęciu rocznym wyniki z tabeli 1 z pominięciem lat 1992-1994 z uwagi na zerowy poziom wypłacanych dywidend.



Rys. 2. Stopa dywidendy oraz stopa zwrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1995-2011

W okresach, w których na rynku przeważały spadki, stopa dywidendy rosła z racji charakteru budowy tego wskaźnika. Otrzymywane dywidendy oraz ich poziom w poszczególnych latach są dla inwestorów dodatkowym zyskiem w okresie hossy lub wręcz jedynym zyskiem podczas trwania inwestycji w okresie bessy. Ponadto wypłacona dywidenda nie powoduje wzrostu wartości portfela inwestora tylko jego spadek, ponieważ cena notowań jest korygowana o dywidendę brutto, a inwestor otrzymuje dywidendę netto pomniejszoną o podatek od zysków kapitałowych¹⁴.

Wzrost poziomu wypłaconej dywidendy jest odbierany przez inwestorów pozytywnie. Wynika to z założenia, że jeśli zarząd rekomenduje wypłatę większej dywidendy, jest wysoce prawdopodobne, że przyszłe zyski spółki będą wyższe. Racjonalnie zarządzane przedsiębiorstwo nie może sobie pozwolić na wzrost wypłaty dywidendy w sytuacji, kiedy zakładane są w przyszłości gorsze wyniki lub nawet okresowe straty¹⁵.

Ponadto w praktyce często bywa, iż ceny akcji firm inwestujących w rozwój idą w górę, co oznacza dodatkową korzyść dla akcjonariusza w przyszłości. Warto dodać jednak, iż na rozwiniętych rynkach kapitałowych inwestorzy analizują stopień atrakcyjności lokaty swojego kapitału w akcje przede wszystkim na podstawie wysokości wypłacanej dywidendy i regularności jej wypłacania. Jest wiele przykładów spółek (można powiedzieć: przyjęła się ogólna zasada), które na wypłatę dywidendy przeznaczają około 20%-30% osiąganego w danym roku zysku netto (Europa Zachodnia) albo co najmniej 30% (Stany Zjednoczone). Daje to spółkom możliwość przyciągania nowych inwestorów, ponieważ wzrost stopnia ich atrakcyjności przekłada się na wzrost ceny waloru i w związku z tym mają one okazję do dodatkowej emisji oraz zebrania kapitału, który mogą przeznaczyć na rozwój. Innym wskaźnikiem śledzonym pilnie przez inwestorów jest tzw. stopa dywidendy (dywidenda na akcję/cena akcji). Ogólnie uważa się, iż poziom tego wskaźnika w stabilnie rozwijających się gospodarkach powinien osiągnąć kilka procent (za zupełnie przyzwoity uważa się wskaźnik 10%). Obserwowana jest także zmienność w czasie wysokości wypłacanej przez spółkę dywidendy oraz jej poziom na tle innych spółek w branży. Wszystko to sprawia, iż spółki często decydują się na wypłatę dywidendy w sytuacji, gdy ponoszą straty albo kumulują dywidendy w pewnym okresie, aby nie zamykać sobie możliwości dopływu kapitału z rynku¹⁶.

¹⁴ Należy zwrócić uwagę, że w dzień po przyznaniu prawa do dywidendy (zgodnie z okresem rozliczenia praw wynikających z tytułu posiadania akcji na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie jest to okres 3 dni przed przyznaniem prawa do dywidendy zgodnie z rozliczeniem n+3) rynkowa cena akcji jest korygowana o wypłaconą dywidendę.

¹⁵ B. Jabłoński: Dywidendy w spółkach. Cz. 2. „Gazeta Bankowa” 2009, nr 35, s. 38.

¹⁶ W. Dębski: Rynek finansowy i jego mechanizmy. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 187.

Zmiany rynkowej ceny akcji są natomiast rezultatem zdolności spółki do generowania zysków (przepływów pieniężnych) i w związku z tym wypłacania dywidendy w przyszłości, przy czym zdolność ta zależy m.in. od będącego w dyspozycji spółki kapitału (większy kapitał, większe możliwe zyski w przyszłości). Wpływ wysokości dywidendy i jej udziału w wypracowanym zysku spółki na bogactwo akcjonariuszy nie jest więc jednoznaczny: z jednej strony – wyższe dywidendy oznaczają wzrost tego bogactwa, z drugiej jednak – ograniczają one potencjał wzrostu zysków spółki w przyszłości i w związku z tym także zyski kapitałowe inwestorów¹⁷.

Polityka dywidendowa przedsiębiorstwa oraz decyzje zarządów przedsiębiorstw związane z jej zmianą są zwykle analizowane przez inwestorów, którzy zwracają uwagę nie tylko na zyski płynące ze zmiany notowań akcji, ale również na inne profity z tytułu posiadanych akcji, czyli dywidendy. Zmniejszenie lub zaprzestanie wypłacania dywidendy skutkuje często sprzedażą akcji przez tych inwestorów, którzy oprócz wzrostu cen akcji liczą na otrzymywanie dywidendy. Z kolei stabilny poziom stopy dywidendy lub jej zwiększenie jest odbierane przez inwestorów rynku kapitałowego pozytywnie. Świadczą o tym przeprowadzone badania wszystkich spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie¹⁸. Portfele zbudowane ze spółek dywidendowych charakteryzują się nie tylko wyższą stopą zwrotu w okresie hossy, ale również przynoszą inwestorom mniejszą stratę w okresie bessy.

3. Idea modelu polityki dywidendowej – ogólny zarys

Wyniki przeprowadzonych przez autora badań świadczą o tym, że inwestorzy rynku kapitałowego interpretują zmiany polityki wypłat dla akcjonariuszy

¹⁷ A. Cwynar, W. Cwynar. Op. cit., s. 178.

¹⁸ Autor artykułu przeprowadził badania objęte patronatem „Gazety Bankowej” nad analizą inwestycji tylko w spółki dywidendowe na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w latach 1991-2009, z których wynika, że w długim terminie charakteryzują się one wyższą stopą zwrotu od spółek, które dywidendy nie wypłacają, ale zostały do portfeli dobrane według tych samych kryteriów. Wyniki badań rentowności portfeli tworzonych ze spółek dywidendowych na GPW w Warszawie w latach 1991-2009 opisano w: B. Jabłoński: Znaczenie wyboru grup akcji do portfela inwestycyjnego na przykładzie Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych w latach 1991-2009. W: Dokonania współczesnej myśli ekonomicznej. Znaczenie kategorii wyboru w teoriach ekonomicznych i praktyce gospodarczej. Red. U. Zagóra-Jonszta. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2010; Optymalizacja dywidendowego portfela papierów wartościowych. W: Ryzyko w finansach i bankowości w warunkach kryzysu gospodarczego. Red. M. Dylewski. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 2010; Model portfela papierów wartościowych. „Gazeta Bankowa” 2010, nr 3; Dywidendy w spółkach. Cz. 2, op. cit.; Dywidendy w spółkach. Cz. 1. „Gazeta Bankowa” 2009, nr 34; Jak inwestować 2. „Gazeta Bankowa” 2009, nr 21; Jak inwestować. „Gazeta Bankowa” 2009, nr 20; Czas zakupów. „Gazeta Bankowa” 2008, nr 42; Atrakcyjność dywidendy. „Gazeta Bankowa” 2008, nr 39.

w następujący sposób – wypłata dywidendy oraz jej zwiększenie jest interpretowane pozytywnie, natomiast zmniejszenie wielkości wypłacanej dywidendy lub jej zaprzestanie jest odbierane przez inwestorów negatywnie.

Przy takim podejściu należy jednak zwrócić uwagę na istotny fakt. Spółka, realizując projekty inwestycyjne, dla których $NPV > 0$ oraz $ROC > WACC$ przy braku negatywnych zdarzeń gospodarczych, będzie z tego tytułu w przyszłości osiągać większe przepływy pieniężne, co przełoży się w przyszłości na możliwość wypłaty większych dywidend. Dlatego w pewnych okresach mniejsze dywidendy nie oznaczają negatywnych zjawisk zachodzących w podmiocie, ale wynikają ze zwiększonego zapotrzebowania spółki na kapitał. Wypłacane zatem w przyszłości dywidendy będą charakteryzować się wyższą wartością aniżeli te, które mogłyby być wypłacane w bliższej przyszłości, ale jednocześnie mogłyby ograniczać możliwości rozwojowe podmiotu, ponieważ korzystanie z kapitału obcego jest uzasadnione biznesowo tylko do pewnego poziomu.

Biorąc pod uwagę te zależności, w zakresie polityki dywidendowej należy zaproponować takie jej założenia do modelu, aby uwzględniały przyszłe wyniki podmiotu, planowane inwestycje włącznie z uwzględnieniem ich wpływu na wyniki, koszt kapitału, zmiany otoczenia gospodarczego, inflację oraz płynność finansową.

Dlatego też na optymalną politykę dywidendową powinny składać się dwie wartości – dywidenda stała (D_{ct}) oraz zmienna (D_{zmt}). Zaplanowana wielkość dywidendy stałej jest pewna i powinna być ustalona na niższym poziomie, aby nawet w okresach gorszych wyników podmiotu była wypłacona. Dywidenda zmienna będzie natomiast dodawana do dywidendy stałej i ustalana na podstawie rocznego budżetu przedsiębiorstwa. Takie rozwiązanie daje spółce elastyczność w zakresie dysponowania kapitałem, a inwestorom informacje co do pewności wypłacanej stałej dywidendy. Wyeliminowuje to negatywny wpływ na inwestorów zmienności wypłacanej dywidendy, ponieważ z jednej strony są oni pewni dywidendy stałej, a z drugiej mogą liczyć na dodatkową dywidendę zmienną.

Również wyniki przeprowadzonych badań sugerują, że inwestorzy z rezerwą traktują dywidendy ekstra jako sygnały od menedżerów o przyszłej zyskowności spółki i dlatego też reakcja rynku na niespodziewane dywidendy specjalne jest słabsza, niż reakcja na wzrost dywidend zwykłych¹⁹.

Zatem optymalna polityka dywidendowa (D_t) może przyjmować następującą postać:

$$D_t = D_{ct} + D_{zmt} \quad (2)$$

¹⁹ H. DeAngelo, L. DeAngelo, D. Skinner: Special Dividends and the Evolution of Dividend Signaling. „Journal of Financial Economics” 2000, Vol. 52, s. 310.

gdzie:

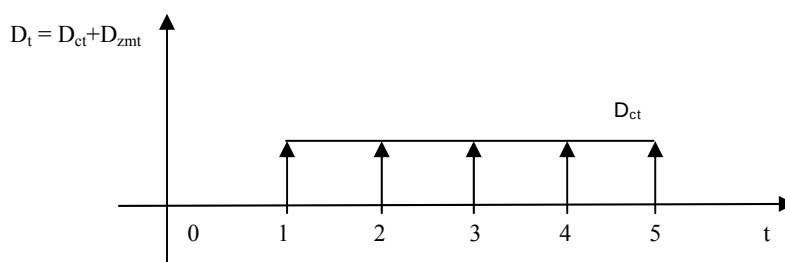
D_t – prognozowana dywidenda wypłacona w czasie t ,

D_{ct} – dywidenda stała w czasie t ,

D_{zmt} – dywidenda zmienna w czasie t .

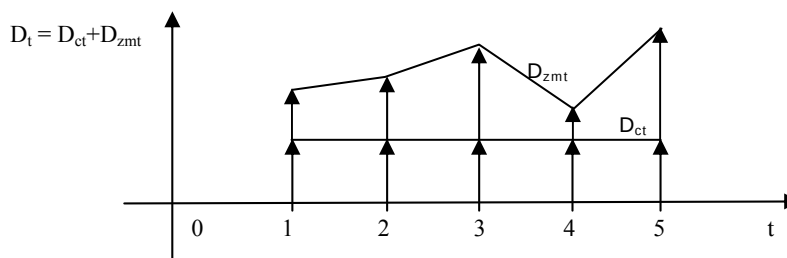
W okresach, kiedy budżet przedsiębiorstwa nie uwzględniałby dodatkowej dywidendy, byłaby wypłacana tylko dywidenda stała. W praktyce możliwe byłyby trzy warianty tak ustalonej polityki dywidendowej, które prezentują rysunki 3-5.

Wariant 1. Przedsiębiorstwo wypłaca tylko dywidendę stałą D_{ct} , $D_{zmt} = 0$.



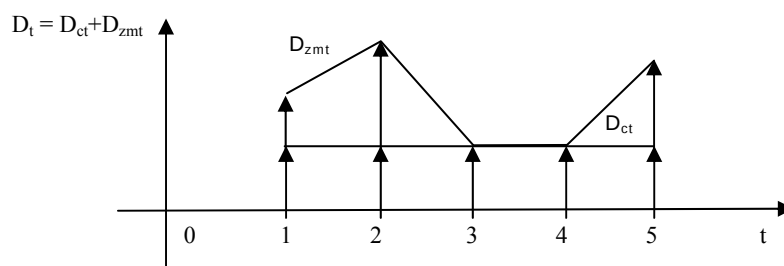
Rys. 3. Przykładowy plan polityki dywidendowej przedsiębiorstwa dla $D_{ct} > 0$ oraz $D_{zmt} = 0$

Wariant 2. Przedsiębiorstwo wypłaca dywidendę stałą D_{ct} oraz zmienną D_{zmt} .



Rys. 4. Przykładowy plan polityki dywidendowej przedsiębiorstwa dla $D_{ct} > 0$ oraz $D_{zmt} > 0$ w każdym okresie

Wariant 3. Przedsiębiorstwo wypłaca dywidendę stałą D_{ct} oraz z przerwami zmienną D_{zmt} .



Rys. 5. Przykładowy plan polityki dywidendowej przedsiębiorstwa dla $D_{ct} > 0$ oraz $D_{zmt} > 0$ lub $D_{zmt} = 0$ w różnych okresach

Spółka, planując politykę dywidendową, powinna uwzględnić w jej budowie czynnik czasu. Dlatego niezbędne jest zaktualizowanie na moment analizy wielkość wypłaconej w przyszłości dywidendy stałej. Podobnie jak w projektach inwestycyjnych, tak i w planowaniu polityki dywidendowej, czynnik czasu odgrywa istotną rolę, co znacząco wpływa na wartość planowanej do wypłaty dywidendy w horyzoncie prognozy.

W okresach, w których budżet przedsiębiorstwa nie uwzględniałby dywidendy z racji zapotrzebowania kapitału na inwestycje lub podmiot wygenerowałby niższe zyski (ewentualnie straty), wypłacana byłaby tylko dywidenda stała, czyli $D_t = D_{ct}$. Na rysunku 5 jest to okres 3 oraz 4. Z kolei w latach, w których przedsiębiorstwo byłoby w stanie wypłacać dywidendę zmienną (dodatkowo do dywidendy stałej), w sumie byłaby wypłacana $D_t = D_{ct} + D_{zmt}$ (na rysunku 5 okres $t = 1$, $t = 2$ oraz $t = 5$). Rysunek 4 prezentuje z kolei wariant najatrakcyjniejszy z punktu widzenia inwestora – w każdym z planowanych lat inwestor otrzymuje dywidendę $D_t = D_{ct} + D_{zmt}$.

4. Wykorzystanie logiki rozmytej w modelu polityki dywidendowej

Planowanie polityki dywidendowej w perspektywie przyszłych okresów funkcjonowania przedsiębiorstwa jest podobne, jak planowanie wyników finansowych, obarczone ryzykiem z racji wielości czynników mogących na nie wpływać, a które w procesie planowania mogły zostać pominięte lub niedoszacowane. Tak, jak w biznesplanach czy innych opracowaniach przygotowywanych na potrzeby przeprowadzenia projektu inwestycyjnego uwzględnia się przynajmniej trzy warianty przyszłych zdarzeń, tak przygotowana przez przedsiębiorstwa polityka dywidendowa powinna również obejmować pewien zakres prognozowanych wielkości, jak minimalna i maksymalna dywidenda. Wynika stąd, że część informacji nie jest w pełni precyzyjna. Oznacza to, że w procesie planowania polityki dywidendowej przedsiębiorstwa wy-

stępuje tzw. zasada niespójności. W planowaniu polityki dywidendowej powinno uwzględnić się fakt, że obok informacji precyzyjnych również występują informacje nieprecyzyjne (nieostre), które mogą być traktowane w kategoriach liczb rozmytych.

Formalnie liczbę rozmytą A , określa się następująco:

$$A = \{(U_A(x), x)\} \quad \forall x \in R \quad (3)$$

gdzie $U_A(x)$ jest funkcją przynależności zbioru rozmytego, która każdej liczbie $x \in R$ przypisuje stopień jej przynależności do zbioru A , przy czym:

$$U_A(x) \in \langle 0, 1 \rangle \quad (4)$$

Liczbę rozmytą jednoznacznie określa funkcja przynależności, którą wyznacza się na podstawie wiedzy historycznej lub/oraz eksperckiej. W planowaniu polityki dywidendowej można ograniczyć się tylko do trójkątnych liczb rozmytych L-R. Funkcję przynależności rozmytej trójkątnej liczby L-R określa się wzorem:

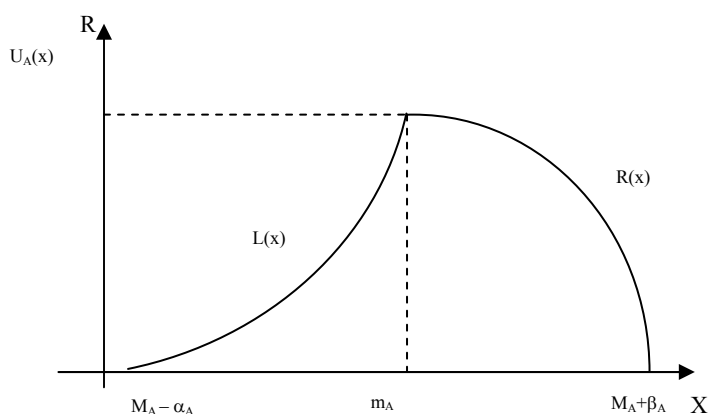
$$U_A(x) = \begin{cases} L(x) & \text{dla } x \in (M_A - \alpha_A, M_A) \\ R(x) & \text{dla } x \in (M_A, M_A + \beta_A) \\ 1 & \text{dla } x = M_A \\ 0 & \text{dla } x \text{ pozostałych} \end{cases} \quad (5)$$

gdzie:

$L(x)$ jest funkcją niemalejącą,

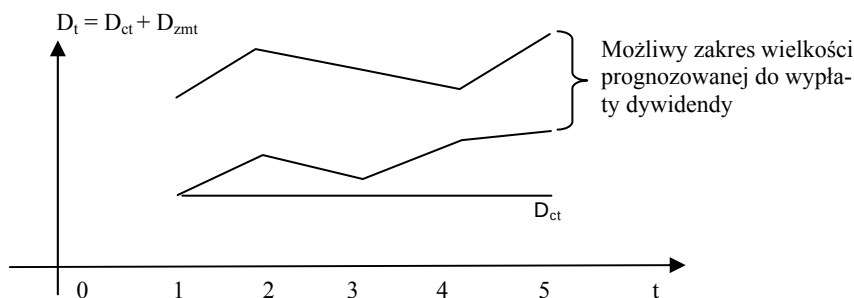
$R(x)$ jest funkcją nierosnącą.

Rozmytą trójkątną liczbę L-R ilustruje rysunek 6.



Rys. 6. Rozmyta liczba trójkątna L-R

Liczby rozmyte zastosowane w procesie planowania polityki dywidendowej umożliwiają zaprezentowanie polityki dywidendowej w kategoriach prognozowanej minimalnej oraz prognozowanej maksymalnej dywidendy. Przykład prognozowanego kanału wypłat polityki dywidendowej dla $D_{ct} > 0$ oraz $D_{zmt} > 0$ (okres 2÷5) lub $D_{zm} = 0$ (okres 1) prezentuje rysunek 7.



Rys. 7. Przykładowy plan polityki dywidendowej przedsiębiorstwa dla $D_{ct} > 0$ oraz $D_{zmt} > 0$ lub $D_{zm} = 0$ w różnych okresach prognozy

Podsumowanie

W kreowaniu odpowiednich relacji inwestorskich oraz posiadaniu opinii spółki dzielącej się częścią wypracowanego zysku, stworzenie odpowiedniego modelu polityki dywidendowej wydaje się być właściwym posunięciem.

Dodatkowo przekazanie inwestorom prognozy możliwej minimalnej wartości wypłacanej dywidendy powoduje, że istnieje możliwość odniesienia jej do rynkowej ceny akcji i obliczenia stopy dywidendy, która ukazuje atrakcyjność inwestowania w dany podmiot, jeśli kryterium decyzyjnym jest otrzymywana dywidenda.

Tak prognozowana dywidenda, jak i prognozy wyników finansowych – w tym w szczególności zysku netto – umożliwiają inwestorom nie tylko ocenę atrakcyjności spółki, ale również jej wycenę dostępnymi w świecie nauki modelami wyceny przedsiębiorstwa uwzględniającymi dywidendy, zyski czy też przepływy pieniężne.

Odpowiednio zaplanowana polityka dywidendowa i częste informowanie o jej istnieniu powoduje również, że w okresach bessy lub załamania na rynku kapitałowym, zarządy przedsiębiorstw nie muszą dynamicznie skupować akcji

celem złagodzenia spadków notowań²⁰. W okresach przejściowych spadków spółki posiadającej politykę dywidendową będą chętniej nabywane przez długoterminowych inwestorów z racji pewności co do otrzymanej w przyszłości dywidendy, a ewentualne spadki tylko uatrakcyjnią odczyt wskaźnika stopy dywidendy. Zarząd takiego podmiotu nie będzie zmuszony do „obrony” ceny akcji poprzez skupywanie ich na rynku kapitałowym.

THE MODEL OF DIVIDEND POLICY IN COMPARISON WITH DIVIDEND POLICY OF COMPANIES QUOTED IN WARSAW STOCK EXCHANGE

Summary

This article describes a problem of dividend policy of companies in the context of general assumptions towards a model which enables planning such policy. The article also presents accessible theories of dividend policy as well as general strategies of dividend payment which take into account two coincident strategies, i.e.:

- strategy of 100% dividend payment,
- strategy of zero dividend.

In addition, this study indicates that there is a need for planning dividend policy as one of the methods of establishing proper relations with investors in the capital market.

The study also shows a need to employ fuzzy logic in dividend policy. The fuzzy logic enables forecasting minimum and maximum amount of a dividend to be paid out in future periods of company functioning.

²⁰ Jako przykład może posłużyć załamanie rynku kapitałowego na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie z pierwszej połowy sierpnia 2011 r., kiedy zarządy spółek informowały o skupie akcji z uwagi na ich atrakcyjną wycenę w stosunku do wartości fundamentalnej.

RYZIKO WYWŁASZCZENIA NIERUCHOMOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW

Wprowadzenie

Instytucjonalizacja prawna gospodarowania nieruchomościami przedsiębiorstw (CRE) obejmuje możliwość ich wywłaszczania. Aktualnie w kontekście realizacji wielu zadań publicznych, dla których przewidziano szczególne warunki wywłaszczania, np. na cele: infrastruktury drogowej, wodociągowo-kanalizacyjnej, kolejowej, elektroenergetycznej, budowy stadionów i innych obiektów na EURO 2012, istotnie wzrósł obszar ryzyka działalności przedsiębiorstwa związany z możliwością administracyjnego pozbawienia lub ograniczenia kontroli nad strategicznymi aktywami nieruchomościowymi. Wywłaszczenie powoduje skutki ekonomiczne w postaci szkody na CRE, a także szkody na przedsiębiorstwie. Dla części operacyjnych CRE szkoda wywłaszczeniowa nie może być zrekompensovana do wymaganego konstytucyjnego poziomu słusznego odszkodowania, poprzez odniesienie tej kwoty jedynie do wartości rynkowej samej nieruchomości, ponieważ negatywne skutki wywłaszczenia przenoszą się synergicznie na pozostałe składniki majątkowe, co powoduje pogorszenie stanu przedsiębiorstwa mogące prowadzić w skrajnych sytuacjach do bankructwa.

W związku z tym jest istotne identyfikowanie oraz odróżnianie zakresu i charakteru szkody na nieruchomości, jako składnika przedsiębiorstwa, od szkody na przedsiębiorstwie, będącego synergicznym skutkiem wywłaszczenia nieruchomości. Wykorzystując podział CRE na operacyjne, inwestycyjne, obrotowe, oraz zwracając uwagę na ekskluzywność praw do nieruchomości, a także wyodrębniając reputację nieruchomości, zbywalną i osobistą, przedstawiono propozycję klasyfikacji CRE według kryterium ich znaczenia dla działalności przedsiębiorstwa, na podstawie której będzie możliwe kompleksowe identyfikowanie szkody wywłaszczeniowej CRE w celu ustalenia, w jakim zakresie i w jakich przypadkach konstytucyjnie zagwarantowane słuszne odszkodowanie powinno obejmować elementy reputacji osobistej związanej koncepcyjnie z wartością przedsiębiorstwa. Celem artykułu jest identyfikacja instytucjonalnych przesłanek wskazujących na występowanie ryzyka wywłaszczeniowego CRE, zaprezentowanie narzędzi metodycznych pozwalających na szacowanie tego ryzyka oraz

przedstawienie propozycji niezbędnych zmian metodyki wyceny tego rodzaju nieruchomości do celów wywłaszczeniowych. Rozważania dotyczące szkody na przedsiębiorstwie odnoszono do przedmiotowego, funkcjonalnego i podmiotowego znaczenia przedsiębiorstwa, wskazując na możliwości wykorzystania, jako podstawy wyceny, koncepcji wartości rynkowej i godziwej nieruchomości, a także godziwej wartości rynkowej, wartości sprawiedliwej oraz wartości inwestycyjnej w przypadku szkody wywłaszczeniowej obejmującej negatywnymi skutkami wartość przedsiębiorstwa.

1. Wywłaszczenie CRE, szkoda i słuszne odszkodowanie

Na potrzeby niniejszej publikacji szkodę ujmuje się w kontekście teorii różnicy¹, która wyraża się w różnicy pomiędzy stanem dóbr (w tym przypadku stanowiących nieruchomości i/lub przedsiębiorstwo), jaki istniał i jaki mógłby się w normalnej kolei rzeczy wytworzyć, a stanem, jaki powstał na skutek zdarzenia wywołującego zmianę w dotychczasowym stanie tych dóbr ekonomicznych, z którym to zdarzeniem przepisy prawa wiążą powstanie odpowiedzialności odszkodowawczej². Z pewnością wywłaszczenie CRE – polegające na pozbawieniu albo ograniczeniu poprzez decyzję administracyjną, w interesie publicznym, kontroli sprawowanej przez przedsiębiorstwo w zakresie prawa własności, prawa użytkowania wieczystego lub innego prawa rzeczowego do nieruchomości³ – powoduje powstanie różnicy w stanie przedsiębiorstwa, co stanowi prze-

¹ Por. Z. Radwański, A. Olejniczak: Zobowiązania – część ogólna. C.H. Beck, Warszawa 2005, s. 229; Komentarz do kodeksu cywilnego. Księga trzecia. Zobowiązania. Red. G. Bieniek. LexisNexis, Warszawa 2009, s. 71.

² Pojęcie szkody w prawie cywilnym nie jest jednoznacznie ustawowo zdefiniowane. Szkoda jest uznawana za podstawową przesłankę odpowiedzialności. Pojęcie to, w odniesieniu do analizowanych przedmiotów (CRE i przedsiębiorstwa) jest rozumiane jako wszelkie uszczerbki na własności lub innych prawach, których poszkodowany doznał wbrew swej woli.

³ Wywłaszczenie nie dotyczy praw obligacyjnych, np. dzierżawy i najmu, stąd w przypadku gdy skutki wywłaszczenia dotyczą pozbawiana tego rodzaju kontroli CRE, to stosuje się zasady wynikające z umowy obligacyjnej. Umowa tego rodzaju winna zawierać klauzule ograniczające ryzyko dzierżawcy (brakuje możliwości skutecznego wprowadzenia klauzul pozwalających na unikanie ryzyka wywłaszczenia) i zapewniającego uzyskanie od wydzierżawiającego stosownego odszkodowania. Skutki wywłaszczenia CRE dotyczą najmu, dzierżawy czy użyczenia, gdyż prawa te wygasają z upływem 3 miesięcy od dnia, w którym decyzja o wywłaszczeniu stała się ostateczna – por. art. 121 ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami (tj. Dz.U. Nr 102 z 2010 r., poz. 651). W przypadku praw obligacyjnych mogą się pojawiać wartości nadwyżkowe lub deficytowe, jako efekt czynszów: nadmiarowego lub deficytowego – por. J. Konowalczuk: Wycena nieruchomości przedsiębiorstw. C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 74-75 i 210-223. Dlatego przy omawianiu problematyki wywłaszczania CRE nie można pomijać kwestii kontroli poprzez prawa obligacyjne, gdyż przy wywłaszczaniu problem ten istnieje, a jedynie nie dotyczy państwa tylko właściciela nieruchomości, który jest zobowiązany do odpowiednich rozliczeń z najemcami.

slankę wskazującą na wystąpienie szkody. Jednocześnie ingerencja, którą wprowadzono w interesie publicznym we własność prywatną, powinna odbywać się za słusznym odszkodowaniem⁴, tj. odpowiadającym wartości wywłaszczonego prawa do nieruchomości, stąd można postawić hipotezę, że zasadniczo nie powinno dochodzić w takim przypadku do istotnej niekorzystnej zmiany stanu przedsiębiorstwa, gdyż kwota odszkodowania winna rekompensować te niekorzystne zmiany i pozwalać na przywrócenie poprzedniego stanu przedsiębiorstwa. Jednak wywłaszczenie dotyczy jedynie wskazanych praw do nieruchomości, a nie przedsiębiorstwa czy jego części, stąd w gospodarce występuje ryzyko wywłaszczenia CRE, związane przede wszystkim z uzyskiwaniem odszkodowania⁵ niższego od faktycznych negatywnych skutków odnoszonych na zasadzie teorii różnicy do oceny stanu przedsiębiorstwa przed i po wywłaszczeniu.

W przypadku realizacji celów publicznych może dochodzić do „dużego wywłaszczenia”, polegającego na stałym pozbawieniu lub stałym ograniczeniu kontroli nieruchomości, oraz „małego wywłaszczenia” – polegającego na udzieleniu zgody na czasowe zajęcie nieruchomości na okres nie dłuższy niż 6 miesięcy⁶. W każdym przypadku wywłaszczenia ma się do czynienia ze szkodą, która powinna być zrekompensowana przez naturalną restytucję (np. nieruchomości zamienną, przywrócenie nieruchomości do stanu poprzedniego przy czasowym zajęciu) lub odszkodowanie pieniężne. Szeroko ujmowana szkoda zgodnie z art. 361 kc⁷ wskazuje, że zobowiązany do wypłacenia odszkodowania ponosi odpowiedzialność tylko za normalne następstwa działania lub zaniechania, z którego szkoda wynika. W powyższych granicach, przy braku odmiennego przepisu ustawy lub postanowienia umowy, naprawienie szkody obejmuje:

- straty (szkodę rzeczyswą – *damnum emergens*), które poszkodowany poniósł oraz korzyści, które mógłby osiągnąć, gdyby mu szkody nie wyrządzono – należą one do pojęć o charakterze obiektywnym, najczęściej możliwym do fizycznej identyfikacji i ekonomicznego pomiaru poprzez ustalenie rzeczywistego zubożenia poszkodowanego w wyniku zdarzenia powodującego szkodę,
- pożytki (utraczone korzyści – *lucrum cessans*) obejmujące hipotetyczne dochody, które wyrażają się kwotą mającą wskazywać o ile wzbogaciłby kontrolujący dane dobro, gdyby nie nastąpiło zdarzenie wywołujące szkodę.

Systemy prawne wielu krajów przewidują, że odszkodowanie może być niższe od rzeczywiście poniesionych strat i utraconych pożytków przez poszko-

⁴ Zasada ta wynika z art. 21 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej: „Wywłaszczenie jest dopuszczalne jedynie wówczas, gdy jest dokonywane na cele publiczne i za słusznym odszkodowaniem”.

⁵ W ujęciu ekonomicznym ryzyko to dotyczy nie tylko odszkodowania, ale także ceny sprzedaży nieruchomości zrealizowanej w warunkach formalnego zagrożenia wydaniem decyzji o wywłaszczeniu nieruchomości, a także uzyskiwania nieruchomości zamiennej.

⁶ Por. art. 124 ustawy o gospodarce nieruchomościami, op. cit.

⁷ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (Dz.U. z 1964, Nr 16 z poz. 93 z późn. zm.).

dowanego⁸. Przesłankami obniżenia odszkodowania mogą być: a) przepisy ustawy lub umowa, b) przyczynienie się poszkodowanego do powstania lub zwiększenia szkody, c) stan majątkowy poszkodowanego lub osoby odpowiedzialnej za szkodę, d) zasady współżycia społecznego. Przykładem niższego, z mocy ustawy, odszkodowania jest wywłaszczanie CRE. Zakres odszkodowania został ograniczony jedynie do szkody rzeczywistej na nieruchomości, wyłączone zostały utracone korzyści, a kwota odszkodowania odpowiada jej wartości rynkowej lub odtworzeniowej. Zasady ustalania wysokości odszkodowania mają charakter uniwersalny i nie uwzględniają specyfiki CRE, co wskazuje na istnienie ryzyka przy wywłaszczeniu CRE, dotyczącego uzyskania kwoty odszkodowania niższej od negatywnej zmiany stanu przedsiębiorstwa, objawiającej się utratą wartości.

Wywłaszczenie może być realizowane wyłącznie w interesie publicznym na cele wskazane w ustawie o gospodarce nieruchomościami, ale także wynikać z kilku ustaw szczególnych (np. ustawa o szczególnych zasadach przygotowywania i realizacji inwestycji w zakresie dróg publicznych, ustawa Prawo lotnicze, ustawa Prawo wodne). Obowiązuje zasada ogólna, dopuszczająca wywłaszczenie jedynie w stosunku do nieruchomości, które w miejscowych planach zagospodarowania przestrzennego są położone na obszarach przeznaczonych na cele publiczne. Dla nowych inwestycji istnieje możliwość uniknięcia ryzyka wywłaszczenia CRE, gdyż take plany stanowią przepis prawa miejscowego, są tworzone i dostępne publicznie, stąd przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych jest możliwa identyfikacja istnienia ryzyka wywłaszczenia. Wywłaszczenia CRE są jednak realizowane nie tylko na podstawie ustaleń planu miejscowego, ponieważ także w przypadku braku takiego dokumentu jest możliwe wywłaszczenie, np. na podstawie decyzji o ustaleniu lokalizacji inwestycji celu publicznego⁹. Sprawdzenie przeznaczenia terenu w planie miejscowym nie wyłącza więc ryzyka wywłaszczenia CRE realizowanego na podstawie decyzji o zezwoleniu na realizację inwestycji drogowej¹⁰, która przenosi z mocy prawa własność

⁸ Zob. M. Walacik, S. Żróbek: Compulsory Purchase Compensation in Polish Law on a Background of Solutions Adopted in Other Countries. W: Facing the Challenges – Building the Capacity. FIG Congress 2010, Sydney 2010, http://www.fig.net/pub/fig2010/papers/ts03f%5Cts03f_zrobek_walacik_4028.pdf oraz K. Viitanen, J.J. Kakulu: Global Concerns in Compulsory Purchase and Compensation Processes. FIG Stockholm 2008. http://www.fig.net/pub/monthly_articles/february_2009/february_2009_viitanen_kakulu.pdf.

⁹ Wydawana na podstawie ustawy z dnia 27 marca 2003 r. o planowaniu i zagospodarowaniu przestrzennym (Dz.U. 2003, Nr 80 poz. 717 z późn. zm.) w przypadku, gdy teren pod inwestycję celu publicznego nie posiada miejscowego planu zagospodarowania przestrzennego.

¹⁰ Wydawanej na podstawie ustawy z dnia 25 lipca 2008 r. o zmianie ustawy o szczególnych zasadach przygotowania i realizacji inwestycji w zakresie dróg publicznych oraz o zmianie niektórych innych ustaw (Dz.U. Nr 154, poz. 958 z późn. zm.). Przepisy tworzą trudno identyfikowalne lub nieidentyfikowalne obszary ryzyka wywłaszczenia CRE. W celu skrócenia procesu przygotowania inwestycji drogowych połączono dwie dotychczasowe decyzje (o ustaleniu lokalizacji drogi i o pozwolenie na budowę) w jedną – decyzję o zezwoleniu na realizację inwestycji drogowej.

wszystkich nieruchomości znajdujących się w liniach rozgraniczających drogi, a odszkodowanie jest ustalane w odrębnej decyzji w terminie późniejszym.

Wywłaszczenie może być dokonane tylko w przypadku, gdy cele publiczne nie mogą być zrealizowane w inny sposób niż przez pozbawienie albo ograniczenie praw do CRE. Ponadto dla części praw (własności i użytkowania wieczystego) istnieje możliwość restytucji naturalnej dotyczącej uzyskania nieruchomości zamiennej¹¹, a w przypadku „małego wywłaszczenia” pierwszeństwo ma przywrócenie nieruchomości do stanu poprzedniego, a dopiero wówczas, gdy jest to niemożliwe lub nadmiernie utrudnione, bądź ekonomicznie nieuzasadnione – następuje wypłata odszkodowania¹². Jednak w żadnym przypadku restytucja naturalna nie dotyczy restytucji stanu przedsiębiorstwa, a jedynie CRE.

Sytuacja, w której przesłanki i sposób wywłaszczania są uregulowane w wielu ustawach, a analiza zapisów przeznaczenia terenu w planie miejscowym nie daje możliwości przeprowadzenia kompletnej oceny identyfikującej ryzyko wywłaszczenia CRE, wskazuje na występowanie w Polsce obszaru ryzyka prawnego wywłaszczenia CRE. Wobec braku możliwości unikania ryzyka prawnego wywłaszczenia CRE, kluczowe znaczenie ma dyskusja nad koncepcją słusznego odszkodowania. Krótki okres funkcjonowania przedsiębiorstw prywatnych w Polsce powoduje, że brakuje zarówno orzecznictwa sądowego w tym zakresie, jak też specjalistycznej krajowej literatury prawniczej i ekonomicznej poświęconej tym zagadnieniom. Wskazać należy także, że problematyka słusznego odszkodowania za wywłaszczane CRE jest nadal przedmiotem dyskusji w rozwiniętych krajach posiadających wieloletnie doświadczenia w tym zakresie¹³.

Problematyka wywłaszczania CRE nie wzbudza wątpliwości z punktu widzenia dopuszczalności niezbędnej dla realizacji celów publicznych. Zasadniczym problemem dla sprawnego prowadzenia procesów wywłaszczeniowych i efektywnej realizacji ważnych celów publicznych pozostaje koncepcja teoretyczno-metodyczna dotycząca sposobu ustalania słusznego odszkodowania. W tym zakresie brakuje poprawnej instytucjonalizacji prawnej, gdyż przepisy dotyczące wywłaszczania nieruchomości nie zauważają specyfiki i różnorodności CRE.

¹¹ Art. 131 ustawy o gospodarce nieruchomościami, op. cit.

¹² Zob. M. Szalewska: Wywłaszczenie nieruchomości. Dom Organizatora, Toruń 2005, s. 284 i n.; T. Woś: Wywłaszczenie nieruchomości i ich zwrot. LexisNexis, Warszawa 2010.

¹³ Por.: Ch. Szypszak: Just Compensation, Claims for Lost Business Profits and Income Valuations of Real Property. W: Scientific Monograph. Some Aspects of Compulsory Purchase of Land form Public Purposes. Polish Real Estate Scientific Society, Olsztyn 2010, s. 81 i n.; H. Steishold: Towards Compulsory Purchase with Decency Elements of Norwerian Expropriation. W: Scientific Monograph..., op. cit. s. 45 i n.; W. Wass: Appropriate Compensation in Term of Compulsory Purchase in Germany. W: Scientific Monograph..., op. cit., s. 55 i n.

2. Znaczenie terminów „przedsiębiorstwo” i „nieruchomość” przy wywłaszczeniach

Dla rozważanej problematyki wywłaszczania wymagane jest posługiwanie się jasno sprecyzowanymi pojęciami: przedsiębiorstwa, CRE, oraz rodzajami wartości tych różnych przedmiotów wyceny. Odwołując się do definiowania nieruchomości do celów wyceny, podstawowe znaczenie należy przypisać pojęciu ekskluzywności (*exclusive*), dotyczącemu własności rozumianej ekonomicznie, jako sprawowaniu kontroli nad zasobami, które jest utożsamiane z wyłącznością użytkowania określonych dóbr ekonomicznych¹⁴. W warunkach polskich pojęciem ekskluzywności obejmuje się własność oraz wszelkie inne prawa dające konkretnej osobie możliwość korzystania z zasobu (rzeczy), w tym przypadku z nieruchomości¹⁵. Ekonomiczne ujęcie nieruchomości wykorzystuje pojęcia „przestrzeni” i „kontroli” oraz łączy zdecydowanie odrębne pojęcia:

- nieruchomość (*real estate*), która jest bytem fizycznym stanowiącym grunt z trwałymi elementami naturalnymi i antropogenicznymi na, pod i nad gruntem (przestrzeń ziemi),
- prawo własności nieruchomości (*property*), które jest bytem prawnym, tj. koncepcyjnym, i oznacza wszelkie umowne i społecznie akceptowane korzyści przysługujące z tytułu kontroli nieruchomości.

Pierwszorzędne znaczenie ma pojęcie „nieruchomość”, które pozwala na odróżnianie tych dóbr od ruchomości oraz umożliwia fizyczne identyfikowanie przestrzeni ziemi, do której przysługuje prawo dające tytuł do kontroli. Nieruchomość jako byt fizyczny jest konkretna, określona, widoczna i namacalna, dzięki czemu można stwierdzić jej istnienie. W wymiarze ekonomicznym z nieruchomością, jako bytem fizycznym, są związane uprawnienia (prawa) do konkretnych działań, np. korzystania, dzierżawy, sprzedaży, aportu. W ten sposób określić można, że z gospodarczym wykorzystaniem nieruchomości wiążą się prawa dające możliwość kontroli określonej przestrzeni ziemi, a sposób użytkowania nieruchomości jest determinowany społeczno-gospodarczym przeznaczeniem rzeczy, tj. przeznaczeniem ustalonym w planie miejscowym lub innym

¹⁴ T. Gruszecki: Współczesne teorie przedsiębiorstwa. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 147.

¹⁵ Rozważania są skoncentrowane na kwestiach korzystania z nieruchomości przez przedsiębiorstwa, stąd nie są poruszane bardzo istotne kwestie dotyczące finansowania rynku nieruchomości przedsiębiorstw, w tym problematyka sekurytyzacji. Warto jednak zwrócić uwagę choćby na znaczenie prawa hipoteki, które nie daje uprawnienia do korzystania, jednak decyduje o możliwości prowadzenia sekurytyzacji na rynku nieruchomości i stanowi podstawowy atrybut nieruchomości umożliwiający tworzenie instrumentów pochodnych na rynku finansowym. Ponadto problem szkód dotyczy także praw obligacyjnych, które nie są wywłaszczane, stąd ryzyko wywłaszczenia pozostawione do dowolnej regulacji w umowie.

dokumencie planistycznym. Wycena nieruchomości opiera się na identyfikacji jako rzeczy i ustalaniu jej użyteczności w odniesieniu treści praw, które występują w obrocie rynkowym lub kosztów wytwarzania.

Przedsiębiorstwo także zajmuje określoną przestrzeń, np. fizyczną ziemi czy umowną rynku, oraz przysługuje do niego pewien rodzaj własności lub inne prawo. W związku z tym, że nie jest rzeczą, to jednak nie przysługuje do niego własność w ścisłym prawnym rozumieniu tego terminu, sformułowanego dla rzeczy, a przez to koncepcja metodyczna wyceny przedsiębiorstwa musi być odmienna od nieruchomości. Podstawowym problemem dla praktyki jest prawidłowa identyfikacja przedmiotu wyceny, co wymaga poprawnego zdefiniowania pojęcia przedsiębiorstwa.

Złożony i systemowy charakter przedsiębiorstwa decyduje o zróżnicowaniu i wieloznaczności terminu „przedsiębiorstwo”. W literaturze ekonomicznej krajowej i zagranicznej panuje spora wieloznaczność, granicząca niekiedy z chaosem pojęciowym, przy definiowaniu wycenianych przedsiębiorstw¹⁶. Dodatkowo należy zwrócić uwagę na nieuzasadnione zacieranie różnic metodycznych pomiędzy dochodowymi wycenami przedsiębiorstw a nieruchomościami generującymi dochody z działalności¹⁷. W przypadku większości celów wyceny, podstawowe znaczenie dla prawidłowego identyfikowania przedmiotu wyceny ma legalna definicja przedsiębiorstwa uregulowana w art. 55¹ kodeksu cywilnego (kc), którą po analizie literatury prawniczej należy ocenić z punktu widzenia ekonomicznego jako niepełną i fragmentaryczną¹⁸. W związku z tym do celów wyceny należy przyjmować wielokryterialne definiowanie przedsiębiorstwa w trzech znaczeniach: przedmiotowym, funkcjonalnymi, podmiotowym. Ponadto wycena może dotyczyć zorganizowanej części przedsiębiorstwa (ZCP), zespołów składników majątkowych niestanowiących ZCP oraz poszczególnych składników majątkowych wchodzących w skład przedsiębiorstwa jako systemu. Charakterystykę różnych znaczeń przedsiębiorstwa w wycenie prezentuje tabela 1.

Z punktu widzenia problematyki wartości, przedsiębiorstwo nie jest pojęciowo tożsame jedynie z sumą jego składników, gdyż należy uwzględniać zawsze celowość zgromadzenia majątku i związany z tym element organizacji, a to pozwala odróżniać przedsiębiorstwo od jego majątku. Dla celów wyceny zasadnicze znaczenie ma statyczne przedmiotowe ujęcie przedsiębiorstwa jako zorganizowanego zespołu składników niematerialnych i materialnych, przeznaczonego do realizacji zadań gospodarczych, który może stanowić przedmiot transakcji rynkowych, np. sprzedaży, dzierżawy, aportu, a także obrotu nierynkowego, np.

¹⁶ Można przykładowo wskazać na wieloznaczne pojęcia występujące w literaturze anglojęzycznej stosowane w wycenie przedsiębiorstw: *company, firm, enterprise, business, business enterprise, undertaking, going concern*. Zob. M. Habdas: Przedsiębiorstwo jako przedmiot stosunków prawno-rzeczowych. Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego, Katowice 2007, s. 68.

¹⁷ J. Konowalczyk: Op. cit., s. 180 i n.

¹⁸ M. Habdas: Op. cit., 92 i n.

darowizny, spadku, użyczenia. Należy zauważyć jednak, że nie mniejsze znaczenie dla wyceny ma podmiotowe ujęcie przedsiębiorstwa, co jest związane z oceną charakteru przysługującego do niego prawa podmiotowego, podobnego w szerszym ujęciu do prawa własności, np. nieruchomości. Stąd w literaturze wskazuje się na możliwość posługiwania się sformułowaniem „własności przedsiębiorstwa” przy konieczności zachowania ostrożności związanej z istotną odmiennością od prawnorzeczowego rozumienia tego terminu¹⁹.

Tabela 1

Charakterystyka różnych znaczeń terminu przedsiębiorstwa i jego majątku w wycenie

Znaczenie przedsiębiorstwa lub majątku	Definicja
Przedmiotowe	Zorganizowany zespół składników niematerialnych i materialnych przeznaczonych do prowadzenia działalności gospodarczej
Podmiotowe	Jednostka prowadząca działalność gospodarczą we własnym imieniu, w sposób stały uczestnicząca w obrocie gospodarczym i prawnym, niezależnie od formy prawnej
Funkcjonalne	Wyraża się uczestnictwem w obrocie gospodarczym, aktywność podmiotu ma charakter zawodowy i jest prowadzona w sposób ciągły, a decyzje są podporządkowane celom przedsiębiorstwa
Zorganizowana część przedsiębiorstwa (ZCP)	Zespół odpowiednio dobranych (nieprzypadkowo) składników materialnych i niematerialnych, niebędący przedsiębiorstwem w znaczeniu art. 55 ¹ kc, samodzielnych (faktycznie lub potencjalnie) organizacyjnie i gospodarczo
Zespoły składników majątkowych	Zespół faktycznie wykorzystywanych do działalności gospodarczej składników materialnych i niematerialnych niewyodrębnionych organizacyjnie
Składniki majątku	Poszczególne aktywa materialne lub niematerialne bez uwzględniania efektów synergii
Udziały finansowe w przedsiębiorstwie	Udziały w składnikach mienia w zakresie przedsiębiorstwa pojawiają się, gdy własność przedsiębiorstwa zostaje podzielona, np. spółki partnerskie, syndykaty, spółki kapitałowe, spółki joint venture

Znaczenie funkcjonalne przedsiębiorstwa dla wyceny jest związane z nadaniem mu dynamicznego charakteru poprzez powiązanie z prowadzoną działalnością gospodarczą, której celem w klasycznym ujęciu jest zysk, a współcześnie raczej cel ten jest formułowany jako maksymalizacja wartości dla właścicieli. Dla prowadzenia takiej działalności (przedsiębiorstwa) niezbędne są aktywa materialne oraz niematerialne, obejmujące także elementy organizacji, której

¹⁹ Por. M. Habdas: Op. cit., s. 117 i n.

istnienie warunkuje możliwość dokonania pozytywnej oceny kwestii celowości zgromadzenia określonego zespołu składników.

Ocena skutków wywłaszczenia dla przedsiębiorstwa w ujęciu przedmiotowym dotyczy szkody rzeczywistej, związanej z utratą stałą lub czasową kontroli nieruchomości. W tym ujęciu odszkodowanie odpowiadające wartości rynkowej danego prawa do CRE przywraca stan sprzed zaistnienia szkody. Kwota odszkodowania lub nieruchomość zamienna przywraca zasadniczo²⁰ poprzedni stan przedsiębiorstwa. W ujęciu funkcjonalnym, kwota odszkodowania odpowiadająca wartości rynkowej czy nieruchomość zamienna nie są w stanie doprowadzić do przywrócenia poprzedniego stanu przedsiębiorstwa ze względu na występowanie negatywnych skutków wywłaszczenia w obniżeniu wartości innych kontrolowanych nieruchomości, ruchomości oraz składników niematerialnych.

W przypadku próby identyfikacji i pomiaru ryzyka dotyczącego odszkodowania za wywłaszczone CRE niezbędne jest uwzględnianie wszystkich znaczeń definicyjnych przedsiębiorstwa²¹, jednak istotne jest uwzględnianie funkcjonalnego znaczenia przedsiębiorstwa wskazującego na celowo zgromadzony i organizacyjnie powiązany zespół składników. Dlatego należy wskazać, że to dynamiczne – funkcjonalne ujęcie decyduje i umożliwia wyznaczanie statycznego przedmiotowego ujęcia przedsiębiorstwa, dla którego warunkiem zaistnienia jest przekroczenie granicy celowości zgromadzenia aktywów, a to z kolei jest warunkowane przede wszystkim możliwością wskazania na obecność aktywów niematerialnych dotyczących organizacji. Przedsiębiorstwo stanowi z tego powodu szczególnego rodzaju przedmiot, kwalifikowany w literaturze prawniczej jako przedmiot swoisty (*sui generis*), ponieważ pomimo posiadania pewnych cech dóbr materialnych (rzeczy) i niematerialnych, posiada przede wszystkim własne cechy charakterystyczne tylko dla siebie. W znaczeniu przedmiotowym przedsiębiorstwa nie można jednoznacznie zaliczyć do kategorii dóbr niematerialnych ani też traktować jako zwykłego zbioru rzeczy i praw (*universitas rerum et iuris*). Dyskusje nad słusznym odszkodowaniem za wywłaszczenia CRE komplikuje brak kompleksowej definicji przedsiębiorstwa, ponieważ istniejące przepisy art. 55¹, 55², 55⁴ oraz 75¹ kc ocenia się jedynie jako namiastkę takich regulacji²². Skutkiem tego są problemy związane z wyznaczeniem granic merytorycznych dotyczących wyceny dochodowej nieruchomości biznesowych (wyko-

²⁰ Problemem pozostają koszty niestanowiące ceny rynkowej, a związane i niezbędne do poniesienia dla nabycia nieruchomości, np. koszty notarialne, pośrednictwa, wpisu do ksiąg wieczystych. Koszty te nie wchodzą w zakres definicyjny wartości rynkowej.

²¹ Zob.: J. Konowalczyk, T. Ramian: *The Value of Corporate Real Estate for the Purposes of Expropriation*. W: *Scientific Monograph...*, op. cit., s. 96 i n.

²² M. Habdas, J. Konowalczyk, T. Ramian: *Wycena przedsiębiorstwa jako nowy obszar działalności rzeczoznawców majątkowych*. Materiały XIV Krajowej Konferencji Rzeczoznawców Majątkowych w Rzeszowie, PFSRM, Warszawa 2004, s. 56.

rzystywanych do działalności gospodarczej) a wyceną przedsiębiorstwa. Powoduje to także istotne komplikacje dotyczące identyfikacji przedmiotów obrotu rynkowego, a w związku z tym także problemy z ustalaniem charakteru szkody, z jaką możemy mieć do czynienia także w przypadku wyłączenia nieruchomości stanowiącej składnik majątku przedsiębiorstwa. Przykładem mogą być sprzedaże stacji paliw czy restauracji, które obejmują swoim zakresem oprócz nieruchomości zespoły aktywów ruchomych, a także elementy niematerialne. W literaturze ekonomicznej wskazuje się na istnienie obszaru wspólnego dotyczącego zbliżonych przedmiotowo transakcji nieruchomościami biznesowymi i przedsiębiorstwami²³.

Uwzględnianie w wycenie znaczenia funkcjonalnego przedsiębiorstwa wymaga zwrócenia uwagi na kategorię kapitału oraz związaną z tym kwestię działalności (aktywności), której cele są podporządkowane dostosowywaniu wielkości i struktury kapitału do poziomu zapewniającego wymaganą efektywność działalności.

3. Koncepcja ujmowania CRE do wyłączeń

Nieruchomości są jednym z podstawowych i nieodzownych składników przedsiębiorstw, a w wymiarze ekonomicznym stanowią konkretną i określoną przestrzeń ziemi wraz z jej naturalnymi i antropogenicznymi elementami, do której przysługują określone prawa decydujące o sile i jakości sprawowanej kontroli²⁴. Pojęcie CRE jest używane w szerokim sensie odnoszonym do nieruchomości posiadanych przez przedsiębiorstwo, niezależnie od tego, czy są użytkowane, czy stanowią inwestycje. Obejmuje własność i najem nieruchomości, które są wykorzystywane do własnych celów wytwórczych niezależnie od tego, czy przedsiębiorstwo uważa tę nieruchomość za inwestycję. Rodzaj i charakter szkody zależy od ekskluzywności prawa dającego możliwość kontrolowania nieruchomości, dodatkowo istotne znaczenie ma sposób wykorzystywania w przedsiębiorstwie, który jest formalnie odzwierciedlony poprzez zasady ewidencjonowania w sprawozdaniach finansowych. Dla prowadzonych rozważań najistotniejsza jest klasyfikacja CRE z perspektywy kryterium gospodarczego wykorzystania i ewidencjonowania. Pozwala to na wyodrębnienie czterech kategorii nieruchomości, tj. operacyjnych, zbędnych (nadmiarowych), inwestycyjnych i obrotowych.

²³ Zob. J. Konowalczuk: Op. cit. s. 184 i 159 oraz The Capital and Rental Valuation of Restaurants, Bars, Public Houses and Nightclubs. Valuation Information Paper, No. 2, 2nd edition, RICS Business Services, Reading 2006, s. 3.

²⁴ J. Konowalczuk: Op. cit., s. 15-18.

CRE nie zajęte przez właściciela do działalności to:

- nieruchomości inwestycyjne stanowiące grunt, budynki i części budynków, które właściciel lub leasingobiorca w leasingu finansowym traktuje jako źródło przychodów z czynszów (nieruchomości inwestycyjne czynszowe) lub utrzymuje w posiadaniu ze względu na przyrost ich wartości (nieruchomości inwestycyjne kapitałowe), względnie obie te korzyści²⁵,
- nieruchomości obrotowe – przeznaczone na sprzedaż w ramach zwykłej działalności przedsiębiorstwa z podziałem na nieruchomości ewidencjonowane jako towar, tj. nabyte do dalszej odsprzedaży, lub zapas, tj. nieruchomości wytworzone w ramach zwykłej działalności i przeznaczone do sprzedaży, np. lokale mieszkalne,
- nieruchomości zbędne (nadmiarowe w stosunku do potrzeb operacyjnych) obejmujące grunty zabudowane lub niezabudowane, które nie zostaną zagospodarowane w przewidywalnej przyszłości na potrzeby bieżące i zostaną przeważnie przeznaczone na sprzedaż; w warunkach polskich do tej grupy należy także zaliczyć nieruchomości mieszkaniowe i socjalne²⁶.

Nieruchomości operacyjne są zajmowane przez właściciela (przedsiębiorstwo) i stanowią „rzeczy materialne wykorzystywane na potrzeby produkcji czy świadczenia dóbr i usług, na wynajem, bądź potrzeby administracyjne, których przewidywane wykorzystanie jest dłuższe niż jeden okres sprawozdawczy”²⁷. Wykorzystywanie ich do typowej działalności przedsiębiorstwa powoduje, że nie jest możliwe przyporządkowanie poszczególnym nieruchomościom konkretnych (odrębnych) przepływów pieniężnych. Korzyści ekonomiczne z nieruchomości operacyjnych są mierzone na poziomie zagregowanym dla przedsiębiorstwa lub ZCP i zawierają także efekty synergiczne związane ze sposobem organizacji określonej struktury biznesowej. Wśród nieruchomości operacyjnych można dokonać dalszego ich podziału na nieruchomości ogólnego przeznaczenia i specjalistyczne.

Nieruchomości operacyjne specjalistyczne ze względu na swoje cechy fizyczne i ekonomiczne nie podlegają samodzielnie obrotowi. Ich sprzedaż czy obciążenie prawem zobowiązaniowym następuje wyłącznie wraz z działającym podmiotem gospodarczym lub jego częścią. Nieruchomości operacyjne ogólnego przeznaczenia także występują w przedsiębiorstwie w określonej strukturze aktywów, stąd utrudniona jest identyfikacja odrębnych korzyści, jakie przynoszą samodzielnie nieruchomości. Korzystanie z nieruchomości przedsiębiorstw

²⁵ Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) 2004. IASCF, Londyn, Wydanie polskie, t. 2, s. 809.

²⁶ Europejskie Standardy Wyceny 2009. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 2009, s. 59.

²⁷ MSSF 2004, MSR 16.

w wymiarze ekonomicznym jest zawsze związane z ponoszeniem nakładów, a punktem odniesienia dla podejmowania decyzji o sposobie kontroli nieruchomości są koszty transakcyjne na rynku nieruchomości. Z tego względu rozważania dotyczące problematyki wartości CRE wymagają uwzględniania zarówno systemu, jakim jest rynek nieruchomości, jak i systemu, jakim jest przedsiębiorstwo. W szczególności dotyczy to większych przedsiębiorstw, które spełniają kryteria systemu, w ramach którego funkcjonują operacyjne CRE i z tego powodu są wyłączone z systemu lokalnego rynku nieruchomości.

4. Wywłaszczenie CRE a utrata wartości przedsiębiorstwa

Rodzaj, wielkość i struktura kapitału posiadanego przez przedsiębiorstwo są w dużej mierze uzależnione od charakteru prowadzonej działalności, a ponadto struktura kapitału przedsiębiorstwa prowadzącego określoną działalność zmienia się w czasie i na przykład, w miarę wprowadzania nowych technologii produkcji, następuje zmiana fizycznych parametrów wykorzystywanych budynków, maszyn i urządzeń. Także posiadanie kapitału intelektualnego prowadzące do nowych rozwiązań organizacyjnych może zmienić strukturę biznesową przedsiębiorstwa.

Pozostawiając poza rozważaniami szeroko omawiane w literaturze podstawowe kwestie dotyczące metod wyceny i podstawowych rodzajów wartości przedsiębiorstwa: księgowej, likwidacyjnej, odtworzeniowej i rynkowej²⁸, należy zwrócić uwagę, że przy wykorzystaniu metod wyceny przedsiębiorstw, które są powszechnie uznawane za prowadzące do określania wartości rynkowej, istnieje możliwość oszacowania kilku praktycznych (zestandaryzowanych) rodzajów wartości przedsiębiorstwa. W teorii wyceny i praktyce gospodarczej państw o rozwiniętej gospodarce rynkowej występuje wiele praktycznych rodzajów wartości wykorzystywanych do różnych celów związanych z wyceną mienia, w tym: przedsiębiorstw, praw majątkowych (obejmujących akcje i udziały przedsiębiorstw), nieruchomości i ruchomości.

W literaturze ekonomicznej zwraca się uwagę na wykorzystanie w praktyce gospodarczej zestandaryzowanych rodzajów wartości przedsiębiorstwa:

- wartości rynkowej (*market value*),
- godziwej (rzeczywistej) wartości rynkowej (*fair market value*),
- wewnętrznej (fundamentalnej) wartości rynkowej (*intrinsic, fundamental value*),

²⁸ Por. A. Jaki: Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa. Wolters Kluwer, Warszawa 2008; D. Zarzecki: Metody wyceny przedsiębiorstw: zarys teorii a praktyka. Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2000; U. Malinowska: Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich. Difin, Warszawa 2001; T. Copeland, T. Koller, J. Murrin: Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm. WIG-Press, Warszawa 1997.

- wartości inwestycyjnej (*investment value*),
- wartości sprawiedliwej (*fair value*)²⁹.

Źródła literaturowe wskazują na podobieństwa i różnice pomiędzy poszczególnymi kategoriami (standardami) wartości. W szczególności należy zwrócić uwagę na odróżnianie od wartości rynkowej (*market value*) godziwej wartości rynkowej (*fair market value*), która jest powszechnie wykorzystywana do celów związanych z odszkodowaniami, w tym ochroną udziałowców mniejszościowych. Zestandaryzowane rodzaje wartości rynkowej pozwalają przede wszystkim na praktyczne stosowanie poszczególnych metod wyceny, ale także na odróżnienie różnych kategorii wartości od bieżącej ceny rynkowej.

W warunkach polskich, zgodnie z NI 5³⁰, w praktyce wyceny przedsiębiorstw (obejmującej także wyceny praw majątkowych do nich), może być przyjęty jeden z następujących standardów wartości rynkowej:

1. Godziwa wartość rynkowa (*Fair Market Value*) – ekwiwalent ceny przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący i typowy hipotetyczny sprzedający, zainteresowani przeprowadzeniem transakcji i niedziałający pod przymusem (nakazem).
2. Wartość sprawiedliwa (*Fair Value*) – to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie cena przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział: konkretny, niekoniecznie zainteresowany przeprowadzeniem transakcji kupujący oraz konkretny, niezainteresowany przeprowadzeniem transakcji sprzedający. Kupujący lub sprzedający muszą działać pod przymusem (nakazem). Wyznaczona wartość powinna być sprawiedliwa z punktu widzenia sprzedającego z uwzględnieniem faktu, że nie ma on możliwości utrzymania (zatrzymania) przedmiotu wyceny. Powyższa definicja nie jest tożsama z definicją wartości godziwej (*Fair Value*) zawartą w Międzynarodowych Standardach Rachunkowości.
3. Wartość inwestycyjna (*Investment Value*) – to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie cena przedmiotu wyceny dla konkretnego inwestora (właściciela), przy szacowaniu której uwzględnia się jego indywidualne wymagania i oczekiwania odnośnie przedmiotu wyceny. Godziwa wartość rynkowa w odróżnieniu od wartości inwestycyjnej jest odpersonifikowana i bezstronna.

²⁹ S.P. Pratt, R.F. Reilly, R.P. Schweihs: *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. Irwin, Chicago 1996, s. 23-28; M. Michalski: *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*. WIG-Press, Warszawa 2001, s. 23-28. Szeroki przegląd rodzajów wartości przedsiębiorstwa podaje D. Zarzecki: *Op. cit.*, s. 11 i n.

³⁰ Powszechne Krajowe Zasady Wyceny (PKZW 2008). Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczników Majątkowych, Warszawa 2008, www.pfva.com.pl, NI 5.

4. Wartość wewnętrzna (*Intrinsic Value*) – to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie cena przedmiotu wyceny, która nie jest oszacowana w związku z konkretną transakcją, nie bierze pod uwagę, kim jest zleceniodawca i odbiorca wyceny, a opiera się na wszystkich informacjach na temat przedmiotu wyceny oraz czynnikach zewnętrznych mających wpływ na jego obecną i przyszłą sytuację ekonomiczno-finansową.

Definicje wymienionych kategorii wartości mogą się różnić w zależności od przedmiotu wyceny, celu i uwarunkowań prawnych, na podstawie których jest prowadzona dana wycena. Ponadto dla poszczególnych celów wyceny dopuszcza się przyjmowanie dodatkowych założeń i ograniczeń w stosunku do stosowanych kategorii wartości. Różnice pomiędzy odmianami wartości rynkowych akcji wynikają z odmienności założeń przyjmowanych do wyceny, związanych z oceną stanu rynku (w tym giełdy) lub konkurencji pomiędzy przedsiębiorstwami.

Przedstawiona charakterystyka wskazuje, że wartość rynkowa funkcjonuje w praktyce gospodarczej oraz w wycenie pod postacią zestandaryzowanych wartości, których szacowanie opiera się na wykorzystaniu podobnych narzędzi metodycznych (podejść, metod i technik wyceny). Przy analizie problematyki wyłączenia prowadzonej perspektywy skutków dla wartości przedsiębiorstwa należy zawsze uwzględnić zróżnicowane znaczenie CRE dla jego działalności. W przypadku nieruchomości nieoperacyjnych (inwestycyjnych, obrotowych i zbędnych) skutki wyłączenia nie będą najczęściej powodować wystąpienia szkody na przedsiębiorstwie, natomiast w przypadku nieruchomości operacyjnych w zależności od ich znaczenia strategicznego ma się do czynienia ze zróżnicowanym zakresem szkody na przedsiębiorstwie, która będzie przyczynowo-skutkowo związana z wyłączeniem danego rodzaju nieruchomości.

Dla ustalanie związku wyłączenia nieruchomości z wystąpieniem szkody na przedsiębiorstwie jest pomocna klasyfikacja zbudowana na potrzeby ujmowania problematyki realizowanych strategii nieruchomościowych i ich badania³¹. Dla nieruchomości operacyjnych zidentyfikowano i zaprezentowano w tabeli 3 przypadki, gdy wyłączenie nieruchomości będzie powodować wystąpienie szkody na przedsiębiorstwie wyższej, o wartości rynkowej wyłączonej CRE.

W podobny sposób można ująć problematykę nieruchomości inwestycyjnych, w szczególności o charakterze czynszowym, natomiast w sytuacji gruntów inwestycyjnych (kapitałowych) należy rozważać ten problem jedynie w przypadku unikatowej lokalizacji, która będzie trudna lub niemożliwa do odtworzenia poprzez zakup na rynku. Przeprowadzona analiza strategicznego znaczenia nieruchomości wskazuje, że jedynie w przypadku wyłączenia nieruchomości

³¹ P.C. Willis: Corporate Real Estate Practice in Australia. „Journal of Corporate Real Estate” 2008, Vol.10, No. 1, s. 42-43.

obrotowych nie dochodzi do istotnego spadku wartości rynkowej lub wewnętrznej wartości rynkowej przedsiębiorstwa. W sytuacji wywłaszczania nieruchomości operacyjnych i części inwestycyjnych, zgodnie z powszechnie przyjmowaną na obszarze odszkodowań „teorią różnicy”³², zaistnieje negatywna różnica w zakresie stanu niematerialnych składników majątkowych, którą identyfikuje się jako szkodę. Można mieć do czynienia z całkowitą utratą określonych składników niematerialnych lub najczęściej z ich zmniejszeniem, którego miarą będzie spadek efektywności ich użytkowania polegający na zmniejszeniu przepływów pieniężnych.

5. Wykorzystanie pojęcia goodwillu do identyfikacji utraty wartości przedsiębiorstwa przy wywłaszczaniu CRE

W przypadku wykorzystywania do wyceny CRE metod dochodowych, w szczególności metody zysków, wskazuje się w literaturze na potrzebę właściwego ustalenia dochodu do kapitalizacji w celu unikania pomylenia dwóch rodzajów goodwillu związanych z działalnością prowadzoną na nieruchomościach³³. Wskazuje się na konieczność skonstruowania i wykorzystania do wyceny wartości rynkowej CRE rodzaju dochodu (lub przepływów gotówki), który w maksymalny sposób uwzględni elementy niematerialne związane z nieruchomością, a jednocześnie wyłącza podobne elementy związane tylko z aktualnie funkcjonującym przedsiębiorstwem. Ma to związek z wyodrębnianiem dwóch rodzajów goodwillu:

1. Osobistego (przedsiębiorstwa), wyrażanego jako wartość zysku, przekraczającego oczekiwania rynkowe, który zostałby utracony wraz ze sprzedażą nieruchomości szczególnego przeznaczenia generujących dochód. Uwzględnia się tu czynniki finansowe związane z podmiotem aktualnie prowadzącym przedsiębiorstwo, takie jak: podatki, polityka amortyzacji, koszty pożyczek i kapitał zainwestowany w przedsiębiorstwo.
2. Zbywalnego (nieruchomości), wyrażanego jako wartość zysku nieprzekraczającego oczekiwań rynkowych, który nie zostałby utracony wraz ze sprzedażą nieruchomości szczególnego przeznaczenia generującej dochód. Jest to ten składnik wartości niematerialnych i prawnych, który wynika z posiadania marki, reputacji, klienteli, lokalizacji, produktów i innych podobnych czynników generujących korzyści ekonomiczne. Jest on ściśle związany z nieruchomością szczególnego przeznaczenia generującą dochód i zostaje przeniesiony na nowego właściciela w momencie sprzedaży tego składnika³⁴.

³² A. Szpunar: Odszkodowanie za szkodę majątkową. Szkoda na mieniu i osobie. Oficyna Wydawnicza Brandta, Bydgoszcz 1998, s. 51 i n.

³³ Europejskie Standardy Wyceny 2000. PFSRM, Warszawa 2002, s. 161-162; Międzynarodowe Standardy Wyceny 2005. PFSRM, Warszawa 2006, s. 261.

³⁴ Por. J. Konowalczyk: Op. cit., s. 158.

Tabela 2

Ocena charakteru szkody na przedsiębiorstwie dla różnych nieruchomości operacyjnych ujmowanych według kryterium strategicznego

Wyszczególnienie	Operacyjne			
	strategiczne	flagowe	podstawowe	uboczne
Cechy	niezbędne dla kontroli działalności operacyjnej i realizacji długookresowej strategii	niezbędne dla długookresowej i średniookresowej strategii	niezbędne dla realizacji średniookresowej strategii	niezbędne dla kontroli działalności operacyjnej niecyklicznej
Sposób kontroli	własność	najczęściej własność	własność lub dzierżawa/najem	najczęściej dzierżawione
Zakres szkody wyłączeniowej dla przedsiębiorstwa	maksymalny	duży	istotny	mały
Utrata wartości przedsiębiorstwa	spadek wartości rynkowej oraz fundamentalnej wartości rynkowej	spadek wartości rynkowej oraz fundamentalnej wartości rynkowej	spadek wartości rynkowej oraz fundamentalnej wartości rynkowej	spadek wartości rynkowej

Źródło: J. Konowalczuk, T. Ramian: The Value of Corporate Real Estate for the Purposes of Expropriation. W: Scientific Monograph. Some Aspects of Compulsory Purchase of Land Form Public Purpose. Polish Real Estate Scientific Society, Olsztyn 2010, s. 108.

Mimo istotnych wątpliwości metodycznych dotyczących sposobu i wiarygodności czynności wyodrębnienia goodwillu z oszacowanej wartości zespołu aktywów, to jednak z powodu wzrostu znaczenia aktywów niematerialnych dla powodzenia prowadzonej działalności w warunkach konkurencyjnego rynku oraz chęci odzwierciedlania wartości takich aktywów w bilansach spółek występuje konieczność rozwoju metodyki ich wyceny³⁵. Jedynie zbywalny goodwill jest ujawniany przy wycenie nieruchomości, co dotyczy zarówno wartości rynkowej, jak i wartości godziwej. Dodatkowo, w przypadku stosowania dochodowych metod założenia do określania wartości rynkowej powinny obejmować:

- ustalenia dotyczące istnienia silnego związku pomiędzy stanem nieruchomości a charakterem prowadzonej działalności przy dodatkowym warunku braku przesłanek rynkowych do zmiany sposobu użytkowania,
- przyjęcia do wyceny parametrów przeciętnych i trwałych poziomów obrotów (sprzedaży) i dochodów operacyjnego (typowe marże i typowy poziom rentowności uwarunkowany głównie stanem nieruchomości) i możliwych do osiągnięcia na rynku przy uwzględnieniu aktualnego popytu i konkurencji,
- prowadzenie działalności przez przeciętnie efektywnego operatora/użytkownika,
- obliczanie dochodu na poziomie działalności operacyjnej, tj. przed potrąceniem amortyzacji, zużycia (deprecjacji), odsetek i wynagrodzenia zarządu.

³⁵ N.A. Dunse, N.E. Hutchinson, A. Goodacre: Trade-Related Valuations and the Treatment of Goodwill. „Journal of Property Investment & Finance” 2004, Vol. 22, No. 3, s. 254.

W przypadku wyceny nieruchomości dochodzi do zasadniczego oddzielenia od wartości operacyjnej przedsiębiorstwa części goodwillu niezwiązanego z nieruchomościami, co wskazuje na brak możliwości uwzględnienia poprzez wartość rynkową nieruchomości pełnej utraty wartości przedsiębiorstwa³⁶.

Wykorzystując prawną „teorię różnicy” należy wskazać, że w przypadku wywłaszczenia części CRE dochodzi do utraty elementów goodwillu osobistego, co jest przyczynowo-skutkowo związane z działaniem związanym z wywłaszczeniem, a to wskazuje na występowanie szkody, która nie jest i nie może być w pełni zrekompensowana poprzez wartość nieruchomości. Wielkość takiej szkody może być znacząca. Dla przykładu, na rynku brytyjskim, w odniesieniu do nieruchomości hotelowych, szacuje się wartości elementów niematerialnych na poziomie od 1 do 1,75 przeciętnego (skorygowanego) dochodu rocznego³⁷, przy czym należy wskazać na mało obiektywny i zgubny szacunek tej wartości, ponieważ opiera się on przede wszystkim na doświadczeniu praktyków i nie posiada dostatecznego uzasadniania teoretycznego. Bezsporne jest jednak, że w przypadku wywłaszczania hotelu, stacji paliw czy restauracji wycena dotyczy specjalistycznej nieruchomości (jako zespołu aktywów), w której uwzględnia się jedynie jego konkretny potencjał handlowy (obroty, marże) wraz z goodwilliem zbywalnych mającym związek ze stanem nieruchomości, a nie uwzględnia się goodwillu osobistego. W związku z tym wartość rynkowa lub godziwa obejmuje goodwill zbywalny nieruchomości wynikający z:

- charakterystycznej nazwy i reputacji nieruchomości,
- klientów, którzy mają zwyczaj kupować tu, a nie gdzie indziej,
- lokalizacji oraz oferowanych produktów i usług,
- umów franszyzowych, w przypadku gdy są zbywalne z nieruchomością,
- posiadanych (lub odnowionych) licencji, pozwoleń, zezwoleń itp.³⁸.

Wskazane kategorie wartości nie rekompensują całości utraconych składników niematerialnych, gdyż nie obejmują goodwillu osobistego i w związku z tym powstają uzasadnione wątpliwości dotyczące słuszności tak ograniczonego odszkodowania.

W warunkach wschodzącego polskiego rynku nieruchomości dodatkowo istotnie utrudnione może być także uwzględnianie w wycenie CRE goodwillu zbywalnego, który nie może być uwzględniony w przypadku wykorzystania do wyceny wartości odtworzeniowej. Stąd za błędne metodycznie należy uznać szacowanie do celu wywłaszczeń CRE, w szczególności operacyjnych specjali-

³⁶ Przykłady dwóch rodzajów goodwillu dla wybranych CRE prezentują: J. Konowalczyk, T. Ramian: Op. cit., s. 111.

³⁷ N.A. Dunse, N.E. Hutchison, A. Goodacre: Op. cit., s. 251.

³⁸ The Capital and Rental Valuation..., op. cit., s. 3.

stycznych i inwestycyjnych czynszowych według ich wartości odtworzeniowej. Należy także podkreślić, że w rozwiniętych gospodarkach obowiązują systemy prawne umożliwiające uzyskanie rekompensaty za wywłaszczane CRE, obejmującej nie tylko utratę wartości samej nieruchomości, ale także ewentualną utratę wartości goodwillu przedsiębiorstwa. Takie rozwiązania obowiązują np. w USA³⁹, Kanadzie⁴⁰, Wielkiej Brytanii oraz innych krajach⁴¹. W odniesieniu do nieruchomości podstawą odszkodowania jest najczęściej wartość rynkowa, z uwzględnieniem optymalnego sposobu użytkowania (aktualnego lub innego niż aktualny), co ma szczególne znaczenie przy wycenie gruntów w tym inwestycyjnych. Zwraca się uwagę, że taki sposób wyceny odzwierciedla prawo właściciela do odszkodowania związanego z faktycznym potencjałem nieruchomości⁴².

W warunkach polskich brakuje tradycji odrębnego traktowania w metodyce wyceny problematyki CRE. W okresie gospodarki komunistycznej omnipotentna własność państwa obejmowała także przedsiębiorstwa, które nie kontrolowały nieruchomości poprzez rynek. Wyjątkiem były kwestie dotyczące wywłaszczania prywatnych gospodarstw rolnych, dla których przewidywano odszkodowanie obejmujące także koszty przeniesienia takiej działalności⁴³. Z regulacji tych zrezygnowano od 1 stycznia 1998 r. (wraz wejściem w życie przepisów ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami) i od tej daty przy wywłaszczaniu nieruchomości stosuje się jednolitą metodykę wyceny związaną z oparciem odszkodowania za nieruchomość na ich wartości rynkowej lub odtworzeniowej⁴⁴.

Skutkiem rozwoju gospodarczego Polski po 1989 r. jest przede wszystkim wzrost znaczenia prywatnej własności przedsiębiorstw, co powinno skutkować dostosowaniem regulacji prawnych dotyczących kwestii ochrony ich własności. Obecne przepisy dotyczące wywłaszczania CRE w Polsce znacznie odbiegają od podobnych regulacji stosowanych w rozwiniętych gospodarkach, jednak należy zwrócić uwagę, że kwestie prawne dotyczące wartości goodwillu przy wywłaszczaniu nieruchomości np. w USA uregulowano w latach 70. XX w., co miało związek ze wzrostem znaczenia tych aktywów dla wartości przedsiębiorstw. Współcześnie w Polsce jest także dostrzegany wzrost znaczenia aktywów niematerialnych dla kreowania wartości przedsiębiorstwa, a w związku z tym jest zasadne rozważanie

³⁹ R. Trout: Valuing Business Goodwill Loss in Eminent Domain Cases. „The Appraisal Journal” April 2000, s. 171-179.

⁴⁰ B. McNally: Quantifying a Loss on a Business Expropriation or a Permanent Impairment of Value Relating to a Public Work. Alberta Expropriation Association Annual Conference 2004, s. 2.

⁴¹ C. Nelson: Leasehold Land Compensation – a Comparison of the Compensation Principles in Hong Kong and Australia. „Journal of Property Tax Assessment & Administration” 2008, Vol. 5, Iss. 4, s. 49.

⁴² R.W. Wrigth, M. Gitelman: Land Use in a Nut Shell. 4th ed., West Group, St. Paul, Minn. 2000, s. 157.

⁴³ Ustawa o gospodarce gruntami i wywłaszczaniu nieruchomości, art. 62.

⁴⁴ Ibid., art. 134 i 135.

zmian w postrzeganiu kwestii konstytucyjnego prawa do słusznego odszkodowania, które winno obejmować także utraconą wartość goodwillu osobistego.

Wnioski

1. W gospodarce występuje ryzyko wywłaszczenia CRE, związane przede wszystkim z uzyskiwaniem odszkodowania⁴⁵ niższego od faktycznych negatywnych skutków odnoszonych na zasadzie teorii różnicy do oceny stanu przedsiębiorstwa przed i po wywłaszczeniu. Zasady ustalania wysokości odszkodowania mają charakter uniwersalny i nie uwzględniają specyfiki CRE, co wskazuje na istnienie ryzyka wywłaszczenia CRE dotyczącego uzyskania kwoty odszkodowania niższej od negatywnej zmiany stanu przedsiębiorstwa objawiającej się utratą wartości.
2. W przypadku próby identyfikacji i pomiaru ryzyka dotyczącego odszkodowania za wywłaszczone CRE niezbędne jest uwzględnianie wszystkich znaczeń definicyjnych przedsiębiorstwa, jednak zasadnicze znaczenie ma uwzględnianie funkcjonalnego znaczenia przedsiębiorstwa wskazującego na celowo zgromadzony i organizacyjnie powiązany zespół składników.
3. Sytuacja, w której przesłanki i sposób wywłaszczania są uregulowane w wielu ustawach, a analiza zapisów przeznaczenia terenu w planie miejscowym nie daje możliwości przeprowadzenia kompletnej oceny identyfikującej ryzyko wywłaszczeniowego CRE, wskazuje na występowanie w Polsce obszaru ryzyka prawnego wywłaszczenia CRE.
4. Wartość rynkowa, a także wartość godziwa CRE nie obejmuje elementów goodwillu osobistego. Stąd wykorzystanie tych kategorii jako podstawy do ustalenia wysokości odszkodowania nie rekompensuje całej szkody powstającej przy wywłaszczaniu nieruchomości przedsiębiorstw, w szczególności dotyczy to nieruchomości operacyjnych i inwestycyjnych mających strategiczne znaczenie dla działalności przedsiębiorstwa.
5. W rozwiniętych gospodarkach przy wywłaszczaniu CRE jest identyfikowana i rekompensowana pełna szkoda obejmująca – oprócz wartości nieruchomości – także elementy goodwillu osobistego.
6. Wzrost znaczenia prywatnej własności przedsiębiorstwa w Polsce wymaga dostosowania przepisów dotyczących wywłaszczania CRE w sposób, który zapewniłby otrzymanie gwarantowanego konstytucją słusznego odszkodowania, które powinno obejmować także element goodwillu osobistego, którego utrata następuje w związku z wywłaszczeniem nieruchomości.

⁴⁵ W ujęciu ekonomicznym ryzyko to dotyczy nie tylko odszkodowania, ale także ceny sprzedaży nieruchomości zrealizowanej w warunkach formalnego zagrożenia wydaniem decyzji o wywłaszczeniu nieruchomości, a także uzyskiwania nieruchomości zamiennej.

THE RISK OF EXPROPRIATION OF CORPORATE REAL ESTATE

Summary

The expropriation of corporate real estate causes economic effects in the form of damage to the real estate (if e.g. only a part is expropriated) as well as to the enterprise. The latter cannot be compensated by payment of damages, if damage concerns operational real estate and reparation is based only on its market or replacement value. Therefore it is of paramount importance to identify and differentiate between damage to real estate, which is a part of an enterprise, and damage to the enterprise itself. The application of the basic division of corporate real estate into operational, investment and current assets and the recognition of the exclusive character of rights over real estate enabled us to propose a classification of corporate real estate based on the criterion of its importance to the enterprise. This classification will allow to identify expropriation based damage to the real estate and to the enterprise. Damage to the enterprise has been presented with respect to the subjective and functional meaning of the term enterprise. The possibility of applying the concept of market value and fundamental value as the bases of the valuation has been pointed out. The reference to the real estate's goodwill has been employed to identify the various ranges of damage to the real estate, as well as to the enterprise, when the latter loses control over expropriated assets.

Katarzyna Śmietana

MODEL DZIAŁALNOŚCI DEWELOPERSKIEJ W POLSCE – ANALIZA STATUSU SPÓŁEK GIEŁDOWYCH UCZESTNIKÓW INDEKSU WIG-DEWELOPERZY

Wprowadzenie

Deweloper występuje na rynku nieruchomości jako profesjonalista, pełniąc funkcję promotora projektu i jego koordynatora. Podejmuje inicjatywę wdrożenia programu budowy, poczynsz od zakupu gruntów, uzyskania pozwoleń na budowę, odpisania umów na roboty budowlane, doprowadzając do zakończenia budowy i sprzedaży obiektów jednemu bądź wielu nabywcom. Jako promotor projektu jest twórcą koncepcji zagospodarowania przestrzeni, który dąży do zainteresowania nim inwestorów – dostarczycieli kapitału, jako koordynator pełni funkcję zarządzającego projektem.

Obserwacja praktyki gospodarczej dostarcza wiedzy o zróżnicowanych strukturach organizacyjnych, w ramach których jest prowadzona działalność deweloperska, oraz szerokim zakresie działalności statutowej i roli, jaką deweloper pełni w procesie inwestycyjnym, którego jest inicjatorem, co nie pozwala na jednoznaczne określenie statusu tego podmiotu. Może to być uzasadnieniem braku ujęcia działalności deweloperskiej w zbiorze rodzajów aktywności społeczno-gospodarczych, jakie były realizowane przez jednostki gospodarcze w kraju, wyszczególnione w latach 1997-1999 w Europejskiej Klasyfikacji Działalności (EKD) oraz obowiązującej obecnie Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD 2007). Z przeprowadzonej analizy statutów, misji i strategii deweloperskich spółek giełdowych wynika, iż potencjalna działalność, ale również rzeczywista aktywność tych podmiotów, obejmuje zakres działalności co najmniej jednej z sekcji, spośród takich, jak: budownictwo, działalność związana z obsługą rynku nieruchomości oraz działalność w zakresie architektury i inżynierii, badań oraz analiz technicznych. Pomimo braku jednolitości struktur podmiotów branży deweloperskiej, zdaniem autorki jest możliwe zaadaptowanie typologii stosowanej w krajach UE, pozwalającej na klasyfikację przedsiębiorstw deweloperskich oraz wskazanie modeli struktur, w ramach których jest prowadzona działalność deweloperska w Polsce.

Celem artykułu jest określenie statusu dewelopera w Polsce, poprzez identyfikację struktur, w ramach których jest prowadzona działalność związana z reali-

zają projektów nieruchomościowych, na przykładzie aktywności spółek giełdowych uczestniczących w indeksie WIG, zakwalifikowanych do sektora „deweloperzy”, wyznaczających dochodowy indeks WIG-Deweloperzy, publikowany na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Autorka na tle rozważań teoretycznych podjęła próbę określenia roli deweloperów funkcjonujących w grupach kapitałowych, których aktywność jest znacząca zarówno na europejskim, jak i polskim rynku nieruchomości

1. Status dewelopera na europejskim rynku nieruchomości

Deweloping w krajach UE jest identyfikowany przez pryzmat ustalonego zakresu działalności, który niejednoznacznie zdefiniowany, stwarza trudności dla prowadzenia badań aktywności podmiotów tego sektora z wykorzystaniem publicznie dostępnych statystyk. Informacje udostępniane przez Europejskie Stowarzyszenie Deweloperów i Budowniczych Domów¹ oraz federacje zrzeszające przedsiębiorstwa deweloperskie² w poszczególnych krajach członkowskich, wskazują na istnienie dwóch typów podmiotów: deweloperów oraz deweloperów-budowniczych, których zakres działalności może obejmować wykonawstwo inwestycyjne, a więc ewentualną odpowiedzialność za cykl technologiczny. W terminologii stosowanej w polskiej literaturze przedmiotu odpowiednikami tych kategorii jest tzw. czysty deweloper oraz deweloper wykonawca. Przywołane pojęcie dewelopera tzw. czystego określa kompetencje podmiotu ograniczające się do zorganizowania procesu deweloperskiego na najkorzystniejszych warunkach, natomiast dewelopera wykonawcy jako podmiotu, którego celem strategicznym jest kreowanie takich projektów inwestycyjnych, w których występuje jednocześnie jako generalny wykonawca lub construction manager³.

Wnioski z badań działalności deweloperów w krajach UE prowadzone przez UEPC potwierdzają, że aktywność deweloperska jest prowadzona w różnych systemach organizacyjnych, z uwagi na wiele zróżnicowanych uwarunkowań towarzyszących rozwojowi tej działalności w ujęciu historycznym, ram prawnych wyznaczających podstawy wykonywania tej profesji, jak również ekono-

¹ UEPC – Union Européenne des Promoteurs-Constructeurs (Europejskie Stowarzyszenie Nieruchomych Federacji Deweloperskich Krajów UE funkcjonujące od 1958).

² Deweloper jest osobą fizyczną lub prawną, która inicjuje, propaguje, rozpoczyna i prowadzi realizację przedsięwzięcia nieruchomościowego, którego celem jest zagospodarowanie przestrzeni, budowa nowych obiektów użytkowych lub przekształcenie istniejących poprzez kreowanie dla nich nowych funkcji, co pozwala na realizację nadrzędnego celu w postaci wzrostu wartości przekształcanej nieruchomości. Za: B. Avril, B. Roth: *La promotion immobilière. Construire pour autrui*. Presses de l'Ecole Nationale des Ponts et Chaussées, Paris 2001, s. 13-14.

³ R. Matkowski: *Produkt bankowy na miarę dewelopera*. W: *Finansowanie działalności deweloperskiej. Aspekty praktyczne*. Red. M. Bryx, Z. Krysiak. Związek Banków Polskich, Warszawa 2006, s. 28.

micznych czynników warunkujących realizację przedsięwzięć inwestycyjnych na danym krajowym rynku nieruchomości⁴. Udostępniane raporty i analizy przez narodowe federacje pozwalają na identyfikację struktur, w ramach których jest prowadzona działalność deweloperska na europejskim rynku nieruchomości. Obserwuje się funkcjonowanie spółek sektora budownictwa jako niezależnych deweloperów lub funkcjonujących w grupach kapitałowych oraz przedsiębiorstwa innych branż, podejmujące realizację projektów deweloperskich. Trzon branży deweloperskiej stanowią jednak podmioty powoływane dla realizacji przedsięwzięć budowlanych⁵, identyfikowane w Polsce jako tzw. deweloperzy wykonawcy. Niezależnie od przytoczonej klasyfikacji deweloperów nawiązującej do kwestii odpowiedzialności za proces zarządzania przedsięwzięciem budowlanym, uniwersalna i przydatna dla prowadzenia dalszych rozważań jest typologia pozwalająca na rozróżnienie wśród deweloperów następujących grup:

- deweloperów niezależnych,
- grup kapitałowych – spółek deweloperskich w grupach kapitałowych,
- małych przedsiębiorstw budowlanych.

Prowadzone wcześniej przez autorkę badania statusu dewelopera na przykładzie Francji dowiodły, iż deweloperzy niezależni oraz spółki funkcjonujące w grupach kapitałowych posiadają przeważający udział w rynku, jak również najistotniejszy wpływ na obroty sektora, warunkując nieznaczącą rolę małych przedsiębiorstw budowlanych⁶. Wydaje się więc iż jest zasadne skoncentrowanie uwagi w dalszej części pracy na aktywności spółek akcyjnych, notowanych na GPW, które coraz silnie zaznaczają swoją pozycję na polskim rynku nieruchomości.

Duże przedsiębiorstwa deweloperskie funkcjonujące na europejskim rynku nieruchomości, występując w roli deweloperów wykonawców, podejmują inicjatywy realizacji przedsięwzięć nieruchomościowych. Ich działania koncentrują się na wyborze, prowadzeniu i koordynacji zespołu profesjonalistów, współuczestniczących w przedsięwzięciu budowlanym, aby dostarczyć, w efekcie zrealizowanego projektu, obiekty przeznaczone do zamieszkiwania lub stanowiące przestrzeń dla jednostek gospodarczych. Domeną działalności tych podmiotów jest nowe budownictwo mieszkaniowe, jednakże aktywność ta dotyczy również takich segmentów rynku, jak: nieruchomości mieszkaniowo-usługowe, nieruchomości rekreacyjne, rezydencje studenckie, hotele, biura, nieruchomości handlowe, przemysłowe, centra rozrywki oraz przedsięwzięcia o charakterze

⁴ B. Avril, B. Roth: *La promotion immobiliere. Construire pour autrui*. Presses de l'Ecole Nationale des Ponts et Chaussees, Paris 2001, s. 284-258; F. Seutin: *Le marché immobilier européen*. Edition de Boeck Universite, Bruxelles 2000, s. 15.

⁵ K. Śmietana: *Deweloper na rynku nieruchomości na przykładzie Francji*. W: *Strategie inwestowania w nieruchomości*. Red. K. Dziworska, T.G. Geurts, P. Lorens. Urbanista, Warszawa 2007, s. 278.

⁶ *Ibid.*, s. 279.

renowacji czy rewitalizacji. Obserwatorium potencjalnych zawodów i kwalifikacji wymaganych od profesjonalistów kreujących branżę deweloperów budowniczych, wymienia usystematyzowane domeny aktywności i schemat tworzących ją profesji. Prezentowane domeny to:

- inicjowanie przedsięwzięć nieruchomościowych – deweloper występuje w roli inwestora (potencjalnego zleceniodawcy robót budowlanych⁷) – zamawiającego⁸,
- komercjalizacja,
- zarządzanie procesem budowy,
- obsługa nabywcy wraz z serwisem posprzedażowym.

Pierwszy wymieniony obszar działalności sprowadza się do poszukiwania lokalizacji inwestycji i opracowania koncepcji projektu. Deweloper-budowniczy, wyszukując i pozyskując teren pod przyszłą zabudowę, opiera swoje decyzje na wynikach badań rynku i analizie potrzeb oraz preferencji potencjalnie zainteresowanych jego ofertą. Prowadzone studia obejmują kontekst prawny, handlowy, techniczny, finansowy i podatkowy przewidywanych działań. Deweloper określa etapy procesu składającego się na projektowane przedsięwzięcie, definiując cele przewidziane do zrealizowania przez jego licznych uczestników.

Na wstępie procesu komercjalizacji deweloper ustala ofertę handlową i wdraża strategię komercjalizacji, bezpośrednio poprzez własne biura sprzedaży lub we współpracy z partnerami, najczęściej biurami pośrednictwa w obrocie nieruchomościami, lub wykorzystując istniejące wyspecjalizowane kanały dystrybucji.

Realizacja procesu budowlanego odbywa się często z udziałem podwykonawców lub generalnego wykonawcy robót, przy czym przed podpisaniem stosownych umów weryfikuje się rzetelnie zakres ochrony ubezpieczeniowej posiadanej przez przedsiębiorców budowlanych. Nominowany przez dewelopera kierownik budowy⁹ zatwierdza organizację budowy, następnie wykonanie przewidzianych prac i ewentualne zmiany ich zakresu oraz sprawuje kontrolę zgodności realizacji inwestycji z przepisami prawa i zawartą umową. Ostatnia domena działalności to obsługa klienta, zapewniana od złożenia deklaracji rezerwacji lokalu przez klienta przez przekazanie zamawiającemu gotowego produktu oraz gwarancji zabezpieczającej interesy nabywcy w trzech aspektach: jakości wy-

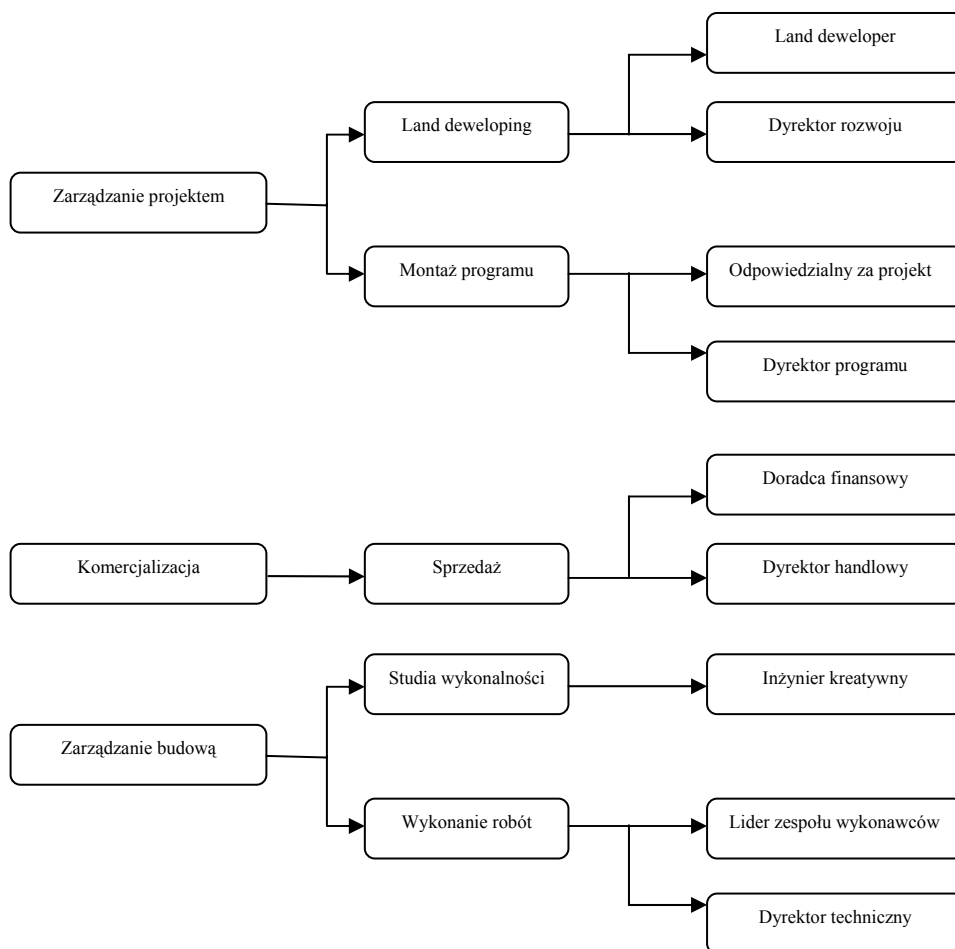
⁷ Tłumaczenie terminu „maitrise d’ouvrage” na podstawie: J. Pieńkos: Leksykon francusko-polski. Prawo, ekonomia, handel. Zakamycze, Kraków 2002, s. 733.

⁸ Budownictwo. Terminologia. Terminy stosowane w umowach. Zamawiający. PN-ISO 6707-2:2000, art. 3.8.4.

⁹ Tłumaczenie terminu „maitre d’oeuvre” na podstawie: J. Pieńkos: op. cit., s. 733, zgodnie z: Budownictwo. Terminologia. Terminy stosowane w umowach, op. cit., art. 3.8.29 – Przedstawiciel zamawiającego: osoba lub organizacja działająca z polecenia zamawiającego przy projektowaniu i/lub nadzorze robót oraz organizująca odbiór końcowy i regulująca płatności.

kończenia (jeden rok), sprawności technicznej (dwa lata) oraz dziesięcioletniej odpowiedzialności dewelopera za wady ukryte.

Tak szeroki wachlarz działań ukonstytuował funkcjonowanie w branży deweloperskiej licznych profesjonalistów, współuczestniczących w realizacji projektów, których kompetencje zostały sprecyzowane poprzez określenie zakresu posiadanej wiedzy, umiejętności oraz wymaganego wykształcenia i doświadczenia dla realizacji określonej dla danej specjalizacji misji w obszarze zarządzania projektem, procesem budowy, a także komercjalizacji inwestycji.



Rys. 1. Domeny działalności deweloperskiej i jej profesjonaliści

Źródło: Observatoire prospectif des métiers et des qualifications de la branche professionnelle de la promotion construction. FPC, Paris 2008 (tłumaczenie własne).

2. Model działalności deweloperskiej w Polsce

Inwestycje deweloperskie w Polsce są przede wszystkim związane z realizacją nowych przedsięwzięć, jednakże przedmiotem działalności deweloperów są również renowacje, modernizacje oraz zagospodarowywanie istniejących obiektów. Opracowanie koncepcji programu nieruchomościowego – właściwe dopasowanie funkcji użytkowej do uwarunkowań danej lokalizacji oraz zdefiniowanie produktów w cenie, która mogłaby zostać zaakceptowana przez przyszłych klientów – to czynnik sukcesu dewelopera, niezależnie, w jakim segmencie inicjuje projekt występując w roli jego promotora.

Działalność deweloperska w Polsce przyjmuje zróżnicowane formy, w zależności od specyfiki aktywności podmiotu: segmentu rynku nieruchomości, na którym działa oraz charakteru jego działalności – autonomicznego lub w integracji z grupą przemysłową lub finansową. Zarówno w Polsce, jak i w pozostałych krajach Europy działalność deweloperską podejmują często przedsiębiorstwa budowlane, stając się developerami-wykonawcami. Podmioty te, dysponując możliwościami w zakresie wykonawstwa budowlanego, podejmują również inicjatywy organizacji całego przedsięwzięcia inwestycyjnego, upatrując w tym dodatkowych, istotnych korzyści. Często motywacją dla tych przedsiębiorstw jest stabilizacja ich produkcji oraz dywersyfikacja działalności¹⁰.

Developer-usługodawca oferuje usługi szeroko rozumianego doradztwa w zakresie zarządzania, koordynacji technicznej oraz handlowej. Można powiedzieć, że jego rolą jest organizowanie i koordynowanie działań w procesie deweloperskim, włączając organizowanie finansowania, w tym poszukiwanie kapitału i osób gotowych przejąć ryzyko finansowe¹¹. Znaczną grupę pośród przedsię-

¹⁰ Spółki typu holdingowego, uczestnicy portfela WIG-Deweloperzy, których statut przewiduje realizację projektów budowlanych związanych ze wznoszeniem budynków oraz roboty budowlane związane ze wznoszeniem budynków mieszkaniowych i niemieszkalnych, w tym m.in.: Grupa Kapitałowa GANT Development SA – holding kilkudziesięciu spółek celowych prowadzących działalność deweloperską i budowlaną; LC Corp – spółka holdingowa kontrolująca grupę spółek, których podstawowym przedmiotem działalności jest działalność deweloperska polegająca na nabywaniu nieruchomości i budowaniu obiektów o przeznaczeniu mieszkaniowym, biurowym, handlowym lub usługowym, a następnie sprzedaży lub najmie lokali położonych w tych obiektach; POLNORD SA, firma typu holdingowego, prace operacyjne są wykonywane w spółkach celowych, powoływanych do realizacji poszczególnych inwestycji. POLNORD SA jest jedną z najbardziej doświadczonych na rynku budowlanym i deweloperskim firm w Polsce. Powstała w 1977 r. jako biuro generalnego wykonawcy eksportu budownictwa. W 1988 r., już jako przedsiębiorstwo wykonawcze, przyjęła obecną nazwę.

¹¹ Deweloper-usługodawca, tzw. czysty deweloper: TriGránit, z siedzibą w Budapeszcie, działa na rynku nieruchomości od 1997 r. Prowadzi działalność deweloperską i zarządza nieruchomościami najwyższej klasy obiektami komercyjnymi i użyteczności publicznej, zaliczany jest do grona czołowych deweloperów Europy Środkowo-Wschodniej. Firma koordynuje projekty związane z rozwojem infrastruktury miejskiej: handlu detalicznego, mieszkalnictwa, rekreacji i rozrywki. Udziałowcami firmy są: Sándor Demján, Peter Munk, Nathaniel Rothschild oraz Dr. Sándor Csányi. Od sierpnia 2006 r. właścicielem 25% udziałów jest także IMMOEAST Immobilien Anlagen. TriGránit Development Corporation działa w Polsce od 2003 r.

biorstw developerskich tworzą podmioty wywodzące się z grup finansowych – instytucji ubezpieczeniowych, najczęściej z banków. Spółki developerskie instytucji finansowych wyposażone w kapitały własne, działając na rzecz grupy kapitałowej, stanowią dużą konkurencję dla pozostałych developerów¹².

Uwzględniając zasięg przestrzenny działalności deweloperów w Polsce, możliwa jest analiza ich aktywności w ujęciu przekroju lokalnego, regionalnego oraz krajowego rynku nieruchomości. Deweloperzy lokalni swoją aktywność ograniczają do obszaru wyznaczonego granicami miasta, regionalni operują na kilku sąsiadujących rynkach lokalnych, natomiast ci o największym potencjale inwestują na rynkach nieruchomości dynamicznie rozwijających się miast w kraju i za granicą. Przykładem ponadlokalnej aktywności deweloperskiej są działania spółek uczestniczących w subindeksie sektorowym WIG-Deweloperzy.

Tabela 1

Modele oraz zasięg działalności spółek deweloperskich – uczestników
WIG-DEWELOPERZY

Lp.	Deweloperzy uczestnicy indeksu WIG-DEWELOPERZY	Model działalności	Dywersyfikacja przestrzenna zasięg działalności dewelopera		Specjalizacja w zakresie realizacji określonego typu projektów	
			kraj	rynk zagraniczne	deweloper mieszkaniowy	deweloper komercyjny
1	Globe Trade Centre SA	Spółka dominująca w grupie kapitałowej	✓	✓	✓	✓
2	Echo Investment SA	Spółka dominująca w grupie kapitałowej	✓	✓	✓	✓
3	LC Corp SA	Spółka holdingowa	✓		✓	✓
4	Plaza Centers N.V.	Spółka dominująca w grupie kapitałowej	✓	✓	✓	✓
5	Polnord SA	Spółka holdingowa	✓		✓	✓
6	Dom Development SA	Spółka dominująca w grupie kapitałowej	✓		✓	

¹² Developer w grupie finansowej: ING Real Estate Development jest jednym z czołowych europejskich deweloperów. Specjalizuje się w projektach wielofunkcyjnych z rozbudowaną częścią handlową. W Polsce firma działa od 1995 r. ING RED należy do Grupy ING, międzynarodowej instytucji finansowej wywodzącej się z Holandii, która świadczy usługi bankowe, inwestycyjne, ubezpieczeniowe oraz emerytalne dla ponad 85 milionów klientów prywatnych i instytucjonalnych w ponad 40 krajach.

cd. tabeli 1

7	Narodowy Fundusz Inwestycyjny Octava SA	Spółka dominująca w grupie kapitałowej	✓		✓	✓
8	J.W. Construction Holding SA	Spółka holdin-gowa	✓	✓	✓	
9	Gant Development SA	Spółka holdin-gowa	✓		✓	✓
10	Celtic Property Developments SA	Spółka holdin-gowa		✓	✓	✓
11	BBI Development Narodowy Fundusz Inwestycyjny SA	Spółka dominująca w grupie kapitałowej	✓		✓	✓
12	Rank Progress SA	Spółka dominująca w grupie kapitałowej	✓		✓	✓
13	Alterco SA	Spółka holdin-gowa	✓		✓	✓
14	Warimpex Finanz & Beteiligungs AG	Spółka holdin-gowa	✓	✓		✓
15	Orco Property Group SA	Spółka dominująca w grupie kapitałowej	✓	✓	✓	✓
16	Ronson Europe N.V.	Spółka dominująca w grupie kapitałowej	✓		✓	
17	JHM	Spółka dominująca w grupie kapitałowej	✓		✓	
18	Robyg SA	Spółka dominująca w grupie kapitałowej	✓		✓	
19	Inpro SA	Spółka dominująca w grupie kapitałowej	✓		✓	✓
20	TUP SA	Spółka dominująca w grupie kapitałowej	✓		✓	✓
21	Wikana SA	Spółka dominująca w grupie kapitałowej	✓		✓	
22	Triton Development SA	Spółka dominująca w grupie kapitałowej	✓		✓	
23	ED Inwest SA	Spółka w grupie kapitałowej	✓		✓	
24	KCI SA	Spółka dominująca w grupie kapitałowej	✓		✓	
25	Reinhold Polska AB	Spółka w grupie kapitałowej	✓		✓	✓

Źródło: Na podstawie: Portfele indeksów, WIG-Deweloperzy, www.gpw.pl oraz materiałów źródłowych zawartych na stronach internetowych spółek deweloperskich.

Obserwacja praktyki rynkowej pozwala na podział deweloperów na mieszkaniowych i komercyjnych ze względu na koncentrację ich działalności w obszarze wybranych segmentów rynku. Deweloperzy mieszkaniowi to przedsiębiorstwa wyspecjalizowane w organizacji procesu inwestowania w sektorze mieszkaniowym. Przedsięwzięcia są realizowane w tym modelu w praktyce najczęściej na zlecenie, koszt i ryzyko inwestora indywidualnego, są finansowane bowiem z przedpłat pochodzących z pozyskanych przez gospodarstwa domowe kredytów długoterminowych.

Deweloperzy komercyjni podejmują się koordynacji oraz często wykonawstwa inwestycji w segmencie rynku nieruchomości komercyjnych, w tym: biurowym, handlowym, magazynowym, nieruchomości rekreacyjnych, czy przemysłowych. Finansowanie tych projektów, w szczególności o dużej skali, odbywa się z zastosowaniem zaawansowanej inżynierii finansowej – modeli finansowania z udziałem kapitałów dominujących i uzupełniających, pochodzących z różnych źródeł w strukturach spółki celowej. Kredyty są istotnym, jednakże nie wyłącznym źródłem finansowania deweloperskich projektów komercyjnych.

Na polskim rynku nieruchomości obserwuje się aktywność land deweloperów, nazywanych również predeweloperami, których działania są ukierunkowane na przystosowanie nieruchomości gruntowych dla celów inwestycyjnych i ich sprzedaż bez naniesień innym deweloperom lub inwestorom.

Znaczna część dużych przedsiębiorstw deweloperskich posiada banki ziemi oraz nieruchomości inwestycyjne czynszowe, którymi zarządza, co pozwala na zakwalifikowanie tego typu podmiotów do grupy deweloperów-inwestorów.

Tabela 2

Nieruchomości w aktywach wybranych spółek deweloperskich uczestników WIG-DEWELOPERZY na podstawie skonsolidowanych bilansów na dzień 31.12.2010 r.

Deweloperzy uczestnicy WIG-DEWELOPERZY	Nieruchomości inwestycyjne [w tys. zł]	Zapasy [w tys. zł]
Globe Trade Centre SA	8 386 367	799 216
Echo Investment SA	2 808 083 689 039 (nieruchomości inwestycyjne w budowie)	474 593
Dom Development SA	–	1 118 968
J.W. Construction Holding SA	bd	bd
LC Corp SA	300 032	214
Gant Development SA	bd	bd

Źródło: Ibid.

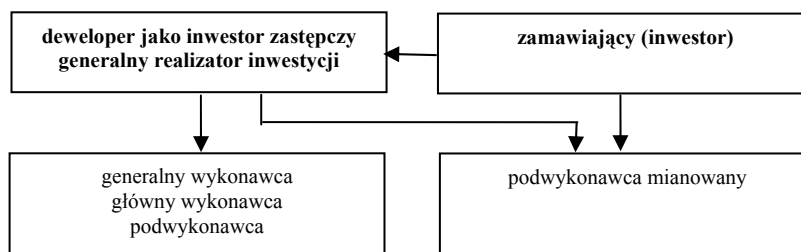
Spółki deweloperskie wyznaczające indeks WIG-Deweloperzy, wykazujące w aktywach nieruchomości inwestycyjne, występują w roli inwestorów, którzy zarządzają posiadanymi w „portfelach inwestycyjnych” nieruchomościami czynszowymi oraz nieruchomościami kapitałowymi, utrzymując banki ziemi. W skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych grup kapitałowych wykazywane nieruchomości inwestycyjne są traktowane jako źródło przychodów z czynszów lub utrzymywane ze względu na przyrost ich wartości, względnie obie te korzyści, przy spełnieniu warunku, iż nieruchomości te nie są zajmowane przez jednostki grupy.

3. Deweloperzy w grupach kapitałowych – relacje inwestorskie

Zdecydowana większość spółek deweloperskich wyznaczających indeks WIG-Deweloperzy to spółki w grupach kapitałowych, w tym spółki holdingowe. Struktura holdingu to coraz częściej stosowany model organizacji biznesowych, co obserwuje się w szczególności w branży budowlanej, ale również deweloperskiej. Holding tworzy grupa powiązanych ze sobą samodzielnych podmiotów gospodarczych, z których jeden, nazywany spółką matką, posiada pozycję dominującą, sprawując kontrolę nad działalnością całej grupy, co wynika z zależności kapitałowych lub personalnych. W Polsce termin holding jest zbliżony do pojęcia grupa kapitałowa, z tą jednak różnicą, że grupa kapitałowa obejmuje tylko związki kapitałowe, a nie jak w przypadku holdingu, także i personalne. Do głównych cech struktury holdingowej zalicza się: pełną niezależność prawną jednostek tworzących holding (przy założeniu istnienia ewentualnej zależności kapitałowej i personalnej), nadrzędną, dominującą pozycję jednej spółki – macierzystej, wobec pozostałych z rzeczywistym jej wpływem na działalność gospodarczą innych powiązanych z nią podmiotów. Struktury holdingowe są wielostopniowe i jak wskazują obserwacje sektora spółek deweloperskich funkcjonujących w grupach kapitałowych, spełniają warunki odpowiadające charakterowi „[...] wydzielania linii biznesowych lub centrów odpowiedzialności z dużych przedsiębiorstw, które stosując zdecentralizowany system zarządzania, decydują się na utworzenie odrębnych spółek, z funkcjonujących we wnętrzu ich struktury centrów odpowiedzialności, w celu poprawy efektywności biznesowej wykorzystywanego majątku oraz uzyskania efektów wynikających z mechanizmu rynkowego, regulującego współpracę z utworzonymi spółkami”¹³.

¹³ A. Jabłoński, M. Jabłoński, M. Staszek: Organizacja systemu informacyjnego controllingu w grupie kapitałowej. http://www.bsc.edu.pl/files/publikacje/organizacja_systemu_informacyjnego.pdf.

Analizując relacje inwestorskie autorka ustaliła, iż deweloper w praktyce występuje w roli inwestora, inwestora zastępczego lub generalnego wykonawcy, w przypadku dużych przedsiębiorstw często łącząc te trzy funkcje, co występuje w przypadku spółek deweloperskich uczestników indeksu WIG-deweloperzy, działających w grupach kapitałowych.



Rys. 2. Relacje dewelopera z podmiotami-uczestnikami fazy realizacji inwestycji

W ujęciu modelowym należy przyjąć, że deweloper, działając na zlecenie zamawiającego (inwestora), na podstawie zawartej umowy o zastępstwo inwestycyjne przyjmuje rolę inwestora zastępczego (*management contractor*)¹⁴, pełniąc jednocześnie funkcję generalnego realizatora inwestycji. Deweloper jako inwestor zastępczy „[...] działa odpłatnie w imieniu zamawiającego i odpowiada przed nim za organizację i koordynację działań wszystkich stron uczestniczących w przedsięwzięciu inwestycyjnym”¹⁵. Kierując pracami projektowymi i realizacją obiektów budowlanych na podstawie delegacji udzielonej przez zamawiającego jest swoistym project managerem¹⁶. Występując w trzeciej roli jako generalny wykonawca (*general contractor*) „[...] jest odpowiedzialny za przygotowanie, koordynację i wykonanie wszystkich robót związanych z przedsięwzięciem inwestycyjnym”¹⁷. Zobowiązując się do wykonania obiektu lub zespołu obiektów, deklaruje doprowadzenie przedsięwzięcia do takiego stanu zaawansowania, który został określony jako „[...] stan gotowości do użytkowania obiektu budowlanego, mimo, że część robót nieistotnych może pozostać

¹⁴ Umowa o zastępstwo inwestycyjne to umowa, w której wykonawca zapewnia konsultacje w trakcie projektowania i jest odpowiedzialny za planowanie i zarządzanie wszystkimi dalszymi czynnościami na budowie oraz za wykonanie całej umowy (*management contract*). Za: Budownictwo. Terminologia. Terminy stosowane w umowach, op. cit., art. 3.4.25.

¹⁵ Budownictwo. Terminologia. Terminy stosowane w umowach. Inwestor zastępczy, op. cit., art. 3.8.14.

¹⁶ Budownictwo. Terminologia. Terminy stosowane w umowach. Generalny realizator inwestycji, op. cit., art. 3.8.17.

¹⁷ Budownictwo. Terminologia. Terminy stosowane w umowach. Generalny wykonawca, op. cit., art. 3.8.11.

jeszcze do wykonania”¹⁸. W przypadku braku wystarczającego potencjału w zakresie wykonawstwa konieczne staje się zainicjowanie procedury, „[...] która umożliwia wykonawcy zawarcie umowy z innym wykonawcą o wykonanie części prac, zwykle o specjalistycznym charakterze”¹⁹.

Tabela 3

Zakres odpowiedzialności uczestników przedsięwzięć deweloperskich

Inwestor zastępczy (<i>management contractor</i>) Generalny Realizator Inwestycji (<i>project manager</i>)		zarządzanie
architekt	generalny wykonawca dyrektor budowy kierownik przygotowania produkcji kierownik robót	wykonawstwo
FAZA PROJEKTOWANIA	FAZA REALIZACJI	FAZY PRZEDSIĘWZIĘCIA INWESTYCYJNEGO
	Inspektor Nadzoru Inwestorskiego	NADZÓR
	Inspektor Nadzoru Budowlanego	

Źródło: Na podstawie: Budownictwo. Terminologia. Terminy stosowane w umowach. PN-ISO 6707-2:2000.

W praktyce realizacji procesów inwestycyjnych deweloper pełni rolę koordynatora projektu, reprezentując interesy inwestorów i będąc inwestorem zastępczym, a jako generalny wykonawca odpowiada za cykl technologiczny, często występując również w roli inwestora²⁰. Deweloper jako inwestor zastępczy, na podstawie udzielonego mu pełnomocnictwa, zastępuje inwestora, podejmując za niego określone, zlecone mu czynności, do których jest zobowiązany inwestor w ramach procesu budowlanego. Należy podkreślić, iż w obowiązującym w Polsce prawie nie ma jednoznacznie sformułowanych obowiązków inwestora zastępczego. „Korzystanie z inwestora zastępczego jest zatem wygodną formą prowadzenia inwestycji, w szczególności, gdy sam inwestor nie posiada odpo-

¹⁸ Budownictwo. Terminologia. Terminy stosowane w umowach. Wykonanie obiektu budowlanego, op. cit., art. 3.6.1.

¹⁹ Budownictwo. Terminologia. Terminy stosowane w umowach. Podwykonawstwo, op. cit., art. 3.4.37.

²⁰ Pojęcie inwestora jest definiowane w Prawie budowlanym oraz wśród pojęć statystyki publicznej GUS. Inwestor to jednostka, na rzecz której jest realizowana inwestycja. Zobowiązana jest ona do zorganizowania procesu budowy w sposób ściśle określony przez przepisy Prawa budowlanego. Jednostkami mogą być osoby fizyczne, kościoły i związki wyznaniowe, spółdzielnie mieszkaniowe, zakłady pracy, gminy, towarzystwa budownictwa społecznego, firmy deweloperskie. Za: Pojęcia stosowane w badaniach statystycznych statystyki publicznej Głównego Urzędu Statystycznego z dziedziny Działalność budowlana. http://www.stat.gov.pl/gus/definicje_PLK_HTML.htm?id=DZI-47.htm.

wiedniej wiedzy lub doświadczenia w zakresie praktycznej lub formalnej strony procesu budowlanego. Należy jednak pamiętać, że wszelkie czynności podejmowane przez inwestora zastępczego są podejmowane na ryzyko inwestora, który zlecił to zastępstwo. Oznacza to, że to inwestor nadal jest stroną procesu budowlanego i to inwestor jest rozliczany z obowiązków na nim ciążyących w tym zakresie²¹”.

Deweloper jako generalny wykonawca²² zobowiązuje się do realizacji pełnego zakresu robót, zaplanowanych w związku z realizacją przedsięwzięcia inwestycyjnego. Na deweloperze wykonawcy spoczywa wówczas pełna odpowiedzialność wobec inwestora za kompleksowe wywiązanie się z warunków umowy o roboty budowlane. Do generalnego wykonawcy należy także obowiązek zawarcia bezpośrednich umów z podwykonawcami poszczególnych rodzajów robót budowlanych, koordynacja działań podejmowanych przez podwykonawców w czasie budowy oraz kontrola kompletnego, terminowego i należytego pod względem jakości wykonania wszystkich robót realizowanych przez podwykonawców, przy założeniu, iż z chwilą podpisania umowy z inwestorem ściąga samodzielnie zobowiązanie do wykonania własnym staraniem całej inwestycji i w konsekwencji odpowiada względem inwestora zarówno za siebie, jak i za swoich podwykonawców. „Powierzenie realizacji inwestycji generalnemu wykonawcy niewątpliwie przynosi inwestorowi liczne korzyści. Dotyczy to zwłaszcza dużych inwestycji, wymagających specjalistycznej wiedzy technicznej z zakresu budownictwa oraz umiejętnego organizowania i koordynowania rozległego procesu budowy, a także doświadczenia we współpracy z podwykonawcami. Jednak, ponieważ pojęcie »generalny wykonawca« nie ma definicji ustawowej, nadal brak jest odpowiednich regulacji prawnych odnoszących się wprost do warunków współpracy nawiązywanej między inwestorem a generalnym wykonawcą»²³.

²¹ M.J. Grzesiak: Kim jest inwestor zastępczy? www.lexpress.pl.

²² Pojęcie generalnego wykonawcy (GW) jest definiowane wśród pojęć statystyki publicznej GUS. GW to osoba prawna, jednostka organizacyjna niemająca osobowości prawnej, osoba fizyczna prowadząca działalność gospodarczą, zobowiązana umową z inwestorem, posiadająca własne siły wytwórcze lub dysponująca ograniczoną możliwością realizacji określonego rodzaju robót (np. specjalistycznych), która za zgodą inwestora zatrudnia na budowie podwykonawców; głównie podmiot prowadzący działalność budowlaną. Za: Pojęcia stosowane w badaniach..., op. cit.

²³ T. Mizikowski: Inwestor i generalny wykonawca – spór i współpraca. <http://lex.pl/?cmd=artykul,6316>.

Tabela 4

Relacje inwestorskie w projektach deweloperskich

Rodzaj projektu	Inwestor	Inwestor zastępczy generalny wykonawca
deweloperskie projekty mieszkaniowe	przyszły nabywca mieszkań	deweloper – inwestor zastępczy, deweloper rzadko występuje w roli generalnego wykonawcy, wykonawca – przedsiębiorstwo budowlane
deweloperskie projekty komercyjne	instytucje finansowe, fundusze inwestycyjne (nieruchomości), przedsiębiorstwa, osoby fizyczne (private equity), deweloper jako udziałowiec spółki celowej	deweloper-inwestor-wykonawca, występuje w roli generalnego wykonawcy oraz inwestora, deweloper-wykonawca nie pełni roli inwestora, deweloper usługodawca tzw. czysty deweloper – inwestor zastępczy, angażuje zewnętrzny podmiot pełniący rolę generalnego wykonawcy
projekty „land deweloperskie”	deweloper	deweloper

W przypadku deweloperskich projektów mieszkaniowych realizowanych przez niezależne małe przedsiębiorstwa, deweloper występuje w roli inwestora zastępczego. Przedsięwzięcia w tym modelu są realizowane na zlecenie, koszt i ryzyko inwestora indywidualnego, finansującego przedpłatami kolejne etapy projektu.

W projektach komercyjnych i mieszkaniowych dużej skali, które są realizowane w strukturach spółek celowych, deweloper występuje w roli wykonawcy, prowadząc działalność deweloperską oraz budowlaną i ponad to jako inwestor zarządza portfelem posiadanych nieruchomości czynszowych oraz kapitałowych, tworzących deweloperskie banki ziemi, które w przypadku największych deweloperów są wykazywane w ich aktywach jako inwestycje długoterminowe.

Nie bez znaczenia dla analizy modeli działalności deweloperów pozostają relacje z inwestorami instytucjonalnymi, w tym: bankami czy funduszami inwestycyjnymi, którzy stają się coraz częściej partnerami biznesowymi. Emisja instrumentów finansowych, w tym akcji czy obligacji deweloperskich, pozwala na transfer kapitału z szeroko rozumianego rynku finansowego na rynek nieruchomości poprzez fundusze nieruchomości, towarzystwa ubezpieczeń, fundusze emerytalne, banki, przedsiębiorstwa oraz indywidualnych inwestorów, którzy stając się nabywcami instrumentów, są dostarczycielami kapitałów dla realizacji deweloperskich projektów nieruchomościowych.

Działalność deweloperska w Polsce jest realizowana w ramach zróżnicowanych struktur organizacyjnych, a zidentyfikowany zakres działalności podmio-

tów branży deweloperskiej okazał się niezwykle szeroki. Z przeprowadzonej analizy statutów, misji i strategii deweloperskich spółek giełdowych wyznaczających dochodowy indeks WIG-Deweloperzy wynika, iż działalność tych podmiotów obejmuje szeroki zakres aktywności związanych z szeroko rozumianą obsługą rynku nieruchomości, a modelem działalności dla największych spółek jest struktura grupy kapitałowej.

THE MODEL OF REAL ESTATE DEVELOPMENT ACTIVITY IN POLAND – THE STATUS ANALYSIS OF THE LISTED COMPANIES OF THE WIG-DEVELOPERS INDEX PARTICIPANTS

Summary

The real estate development activity model is determined by a number of connections and dependencies among the project participants: the investor, the developer and the contractor, whose activity is related to the market conditions determining its framework. The conditions are specific in particular segments of the real estate market in which the real estate development companies focus their activity.

This paper aims at determining the status of a real estate developer in Poland through the identification of structures present in the framework within which the activity connected with the implementation of real estate projects is conducted. It is done on the example of the activity of the WIG index listed companies categorized in the "developers" sector, which determine the profitable WIG-Developers index published at the Warsaw Stock Exchange.

SPOŁECZNIE ODPOWIEDZIALNE INWESTOWANIE NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI

Wprowadzenie

Inwestowanie społecznie odpowiedzialne (*socially responsible investing* – SRI) stało się w ostatnich dekadach przedmiotem dużego zainteresowania na całym świecie, m.in. dlatego, iż oferuje ono możliwość osiągnięcia korzyści zarówno przez inwestorów, jak i przez całe społeczeństwo. Inwestycje SRI występują w różnych klasach aktywów, w tym na rynku akcji oraz na rynku nieruchomości.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie wybranych zagadnień rozległej i szybko rozwijającej się problematyki inwestowania społecznie odpowiedzialnego na rynku nieruchomości (*socially responsible property investing* – SRPI)¹.

W Polsce, zarówno w teorii, jak i w praktyce, występuje jeszcze w omawianym obszarze dystans w stosunku do krajów Europy Zachodniej i USA, jednakże jak wykazują różne badania, można tu oczekiwać w najbliższych latach znacznego nasilenia inwestycji w budownictwie zrównoważonym. Uzasadnia to zatem podejmowanie prac w tym zakresie.

Zainteresowanie się inwestowaniem społecznie odpowiedzialnym na rynku nieruchomości wystąpiło w świecie znacznie później aniżeli na rynku akcji, na którym jego historia jest najdłuższa. Dlatego też, aby ukazać SRPI w szerszym kontekście, pierwsza, wprowadzająca część artykułu została poświęcona SRI, w tym historycznemu rozwojowi społecznie odpowiedzialnego inwestowania, jak i wybranych kwestii metodycznych w tym obszarze.

Druga część artykułu, stanowiąca jego część zasadniczą, zawiera rozważania nad SRPI, w tym również ukazuje ich specyfikę odróżniającą od SRI.

Uwagi końcowe zawierają próbę wskazania kierunków prac o charakterze metodycznym, niezbędnych dla rozwoju wiedzy, w tym nadal mało rozpoznanym obszarze inwestowania.

¹ Inwestowanie to jest często nazywane na rynku nieruchomości inwestowaniem zrównoważonym (*sustainable investing*) lub *green building* (szczególnie w USA).

1. Inwestowanie społecznie odpowiedzialne – ogólna charakterystyka

1.1. Kontekst historyczny

Inwestowanie społecznie odpowiedzialne w obecnej formie rozwija się w świecie od ponad 20 lat, jednakże jego korzenie tkwią we wcześniejszych ruchach religijnych czy społecznych. Historia wielu ruchów religijnych (m.in. metodystów, kwakrów czy wcześniej w judaizmie i islamie) dowodzi, że niektórzy inwestorzy szukali instrumentów finansowych, które byłyby w stanie spełnić równocześnie wymagania moralne i finansowe².

Jednym ze sposobów, który przyniósł najbardziej zadowalające wyniki w łączeniu tych wymagań były etyczne fundusze inwestycyjne. Zaczęły one powstawać w końcu lat 60. i w latach 70. XX w., głównie w USA, przy czym pierwszy etyczny fundusz inwestycyjny, tj. Aktie Ansvar Aktiefond, został założony w 1965 r. w Szwecji³. Wartości etyczne (m.in. propagowanie abstynencji) wyznawane przez organizacje założycielskie tego funduszu znalazły odzwierciedlenie w jego profilu inwestycyjnym. Mianowicie z inwestowania wyłączeni zostali producenci alkoholu, broni oraz wyrobów tytoniowych⁴. W latach 70. i 80. powstało w świecie, głównie w USA, wiele nowych funduszy o motywach pozaekonomicznych. Dalszy rozwój w latach 90. spowodował, iż w początkach XXI w. omawiane fundusze stały się globalną praktyką w świecie.

W całym omawianym okresie w funkcjonowaniu omawianych funduszy inwestycyjnych dokonywała się stała ewolucja, wywołana zmianami politycznymi, gospodarczymi, społecznymi i środowiskowymi w świecie. Mianowicie występowało stopniowe odchodzenie od początkowej strategii pasywnego unikania/zakazów inwestycji w określone dziedziny do bardziej aktywnego angażowania się w wybrane rodzaje działalności. Przesłankami formułowania polityki funduszy inwestycyjnych były już nie tylko kwestie etyczne, ale w coraz większym stopniu kwestie polityczne⁵ i ekologiczne (głównie lata 70. i 80. XX w.),

² S. Signori: Ethical (SRI) Funds in Italy: A Review. „Business Ethics: A European Review” April 2009, Vol. 18, No. 2, s. 145.

³ Fundusz ten był pierwszym funduszem otwartym dla społeczeństwa. Wprawdzie w 1960 r. Kościół Metodystów w Wielkiej Brytanii założył inwestycyjny fundusz etyczny, lecz nie był on otwarty dla publiczności. Zob. N. Kreander, D. Molyneaux, K. McPhail: An Immanent Critique of UK Church Ethical Investment. Department of Accounting & Finance. Working Paper, University of Glasgow, Glasgow 2003, cyt za: E. Bengtsson: A History of Scandinavian Socially Responsible Investment. „Journal of Business Ethics” 2008, No. 82, s. 973.

⁴ E. Bengtsson: Op. cit., s. 973.

⁵ Przykładem było powstanie w 1971 r. pierwszego w USA funduszu etycznego, Pax World Fund, jako stanowisko wobec wojny w Wietnamie. Z kolei w latach 80. reżim apartheidu w Afryce Południowej wpłynął na przyspieszenie promocji etycznych inwestycji.

kwestie społeczne (głównie lata 90.) a w ostatnim okresie (pierwsza dekada XXI w.) kwestie ładu korporacyjnego i relacji spółek z interesariuszami⁶. W rezultacie obok nazwy „inwestowanie etyczne” (*ethical investing*) zaczęły być stosowane nowe pojęcia, m.in. „społecznie odpowiedzialne inwestowanie” (*socially responsible investing* – SRI), zrównoważone inwestowanie.

1.2. Pojęcie społecznie odpowiedzialnego inwestowania

Wraz z rosnącą popularnością funduszy o motywach nie tylko finansowych, niektóre organizacje, m.in. ONZ, Międzynarodowa Korporacja Finansowa (IFC) czy organizacje specjalistyczne, w szczególności Europejskie Forum ds. Zrównoważonego Inwestowania (The European Sustainable Investment Forum – EUROSIF), Amerykańskie Forum Zrównoważonego i Odpowiedzialnego Inwestowania (The Forum for Sustainable and Responsible Investment – US SIF) zaangażowały się we wspieranie odpowiedzialnego inwestowania, opracowując wytyczne zawierające m.in. definicje odpowiedzialnych inwestycji. W konsekwencji pojawiło się wiele terminów, wśród których najbardziej popularnym było wspomniane społecznie odpowiedzialne inwestowanie (SRI), a ponadto inwestycje zrównoważone (*sustainable investment*), inwestycje etyczne, inwestycje zielone (*green investment*), inwestycje DBLI (*double bottom line*) lub TBLI (*triple bottom line*), czyli inwestycje, których celem jest osiągnięcie odpowiednio zarówno korzyści finansowych jak i społecznych bądź też zarówno korzyści finansowych, społecznych, jak też związanych z ochroną środowiska.

Zgodnie z Zasadami Odpowiedzialnego Inwestowania ONZ (United Nations Principles for Responsible Investment – UNPRI) odpowiedzialne inwestowanie polega na zintegrowaniu w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych oraz w praktykach właścicielskich kryteriów środowiskowych, społecznych i związanych z ładem korporacyjnym (ESG)⁷.

Podejście EUROSIF nie różni się istotnie od UNPRI, przy czym akronim SRI traktuje jak zrównoważone i odpowiedzialne inwestycje (*sustainable and responsible investment*). W uproszczonej wersji EUROSIF definiuje omawiane inwestycje jako „[...] ogólny termin obejmujący każdego rodzaj proces inwestycyjny, który łączy cele finansowe inwestora z kwestiami środowiskowymi i ładem korporacyjnym⁸.

Proponując definicję inwestycji społecznie odpowiedzialnych (SRI), przedstawiciele EUROSIF odnoszą się równocześnie do wspomnianej mnogości pojęć

⁶ R.P. Hill, T. Ainscough, T. Shank, D. Manullang: Corporate Socially Responsibility and Socially Responsible Investing. A Global Perspective. „Journal of Business Ethics” 2007, No. 70, s. 167.

⁷ <http://www.unpri.org>.

⁸ European SRI Study 2010. Revised Edition. Eurosif, 2010, s. 9.

w omawianym zakresie. Stwierdzają mianowicie, iż terminy „społeczne”, „etyczne”, „odpowiedzialne”, „społecznie odpowiedzialne”, „zrównoważone” i inne są często stosowane w licznych, nakładających się na siebie i uzupełniających się sposobach podejścia do SRI. Bogactwo istniejących w tym zakresie różnych poglądów sprawia, iż dla inwestorów wyzwaniem staje się ściśle określenie oraz skategoryzowanie SRI. A zatem, zdaniem specjalistów EUROSIF, „[...] SRI nadal uosabiają aspekty wielościennego brylantu, którego różne odcinienie i kolory zależą od perspektywy inwestora”⁹. Równocześnie jednak podkreślają, iż pomimo stosowania różnych terminów do opisu SRI, istnieją dwa stałe czynniki, które pozostają ważnymi dla inwestorów zainteresowanych tą formą inwestycji:

1. Zainteresowanie inwestycją długoterminową.
2. Środowiskowe, społeczne i związane z ładem korporacyjnym kwestie jako ważne kryteria w określaniu długoterminowych wyników inwestycyjnych¹⁰.

Równoległe z pojęciami SRI proponowanymi przez różne organizacje, w literaturze pojawiło się wiele koncepcji SRI, które są zbliżone do wcześniej przytoczonych. Dla przykładu można podać definicję Ch.J. Cawtona, nazywającego omawiane inwestycje inwestycjami etycznymi. „Inwestycje etyczne mogą być ogólnie zdefiniowane jako zbiór metod/podejść, które zawierają społeczne lub etyczne cele lub ograniczenia, będące uzupełnieniem tradycyjnych kryteriów finansowych stosowanych w podejmowaniu decyzji dotyczących nabywania, posiadania lub zbycia danego składnika aktywów, szczególnie w obrocie publicznym”¹¹.

Podobnie, aczkolwiek nieznacznie inaczej postrzegają ten problem R. Hill, D. Stephens oraz I. Smith. Autorzy ci, rozważając SRI w kontekście społecznej odpowiedzialności biznesu, stwierdzają, iż „[...] inwestorzy poprzez społecznie odpowiedzialne inwestowanie mogą próbować kształtować etyczne i uznaniowe komponenty społecznej odpowiedzialności biznesu, zgodnie z własnymi przekonaniem i wyznawanymi wartościami”¹².

Inni autorzy, G. Gay i J. Klaassen (powołując się na J.F. Keefe, członka US SIF), określają SRI jako „[...] inwestowanie w spółki, które spełniają określone standardy społecznej i ekologicznej odpowiedzialności; aktywne angażowanie się w te spółki, by stały się lepszymi, bardziej odpowiedzialnymi podmiotami

⁹ Ibid., s. 8.

¹⁰ Ibid.

¹¹ Ch.J. Cawton: *Managing Financial Performance at an Ethical Investment Fund*. „Accounting, Auditing & Accountability Journal”, 2004, Vol. 17, No. 2, s. 249.

¹² R.P. Hill, D. Stephens, I. Smith: *Corporate Social Responsibility: An Examination of Individual Firm Behavior*. „Business and Society Review” 2003, No. 108, 3, s. 341.

korporacyjnymi; i przeznaczającymi część aktywów na rozwój gospodarczy społeczeństwa”¹³.

Przytoczone ogólne definicje SRI, jak i inne występujące w literaturze przedmiotu, cechuje znaczne podobieństwo. Równocześnie jednak cechuje je ogólność, a więc brak precyzji. Może to prowadzić do braku konsensusu co do interpretacji poszczególnych pojęć i w konsekwencji nawet do trudności w uznawaniu określonych inwestycji jako SRI.

Na brak precyzji terminologicznej wskazują m.in. D.H. Scheppers i S.P. Setchi, stwierdzając, iż w aktualnym stanie, termin społeczne inwestowanie jest nieściśle zdefiniowany i tym samym trudno jest dokładnie ocenić wartość tych inwestycji. Zdaniem wymienionych autorów podawana oficjalnie całkowita wartość tych inwestycji jest trudna, czy wręcz niemożliwa do zweryfikowania wskutek definicyjnej niejednoznaczności¹⁴.

Powyższy pogląd podziela również L. Kurtz, pisząc: „SRI jest szeroko stosowanym, ale raczej nieprecyzyjnym terminem, co implikuje, iż nie poddane klasyfikacji portfele [inwestycyjne – przyp. K.M] są nieodpowiedzialne”¹⁵.

Interesujące badania w zakresie heterogeniczności pojęcia inwestycje społecznie odpowiedzialne przeprowadzili J. Sandberg, C. Juravle, T.M. Hedeström i J. Hamilton¹⁶. W przeciwieństwie do wielu innych badaczy, wymienieni autorzy nie ograniczyli się do wykazania samej heterogeniczności, lecz dokonali próby jej wyjaśnienia. W tym celu wyróżnili oni cztery poziomy, na których heterogeniczność można znajdować, mianowicie: terminologiczny, definicyjny, strategiczny i praktyczny. O ile, zdaniem autorów, na poziomie terminologicznym osiągnięto pewne porozumienie (pomimo że w literaturze pisze się o wielu definicyjnych wieloznacznościach), o tyle na pozostałych poziomach panuje duża niejednorodność. Jej źródłem są co najmniej trzy zjawiska.

Po pierwsze, wiele terminologicznych oraz praktycznych różnic bierze się z odmienności kulturalnych i ideologicznych, jakie istnieją pomiędzy regionami. Ponadto, wiele strategicznych i praktycznych różnic wynika z odmiennych wartości, norm czy ideologii między wieloma uczestnikami procesu SRI. Trzecim zjawiskiem, które w pewnej mierze wspiera dwa wymienione wyżej, ale może również być uważane jako niezależne, jest fakt, iż sam układ rynku, na którym

¹³ G.R. Gay, J.A. Klaassen: Retirement Investment, Fiduciary Obligations, and Socially Responsible Investing. „Journal of Deferred Compensation” Summer 2005, No. 10, s. 35.

¹⁴ D.H. Schepers, S.P. Setchi: Do Socially Responsible Funds Actually Deliver What They Promise? Bridging the Gap Between the Promise and Performance of Socially Responsible Funds. „Business and Society” Spring 2003, Vol.108, Iss. 1, s.11.

¹⁵ L. Kurtz: Answers to Four Questions. „The Journal of Investing” Fall 2005, s. 125.

¹⁶ J. Sandberg, C. Juravle, T.M. Hedeström, J. Hamilton: The Heterogeneity of Socially Responsible Investment. „Journal of Business Ethics.” 2009, No. 87, s.519-533.

działają uczestnicy SRI, rzeczywiście stwarza dla towarzystw funduszy zachętę do opracowywania warunków, strategii i kryteriów nieco inaczej od swoich konkurentów¹⁷.

Nie rozważając szczegółowo przytoczonych, jak i innych występujących w literaturze definicji SRI, można stwierdzić, iż ich treść jest zasadniczo podobna. Każda z tych definicji pozostawia jednak spory obszar interpretacyjny na poziomie (zgodnie z podziałem J. Sandberga, C. Juravle, T.M. Hedeströma i J. Hamiltona) praktycznym. Jednocześnie te ogólne definicje nie dają wskazówki, jak je przekształcić dla potrzeb praktyki. Biorąc to pod uwagę, należy podkreślić złożoność procesu wdrażania idei SRI w praktyce, a także trudności oceny SRI z porównawczego punktu widzenia.

1.3. Strategie inwestowania

Cel oraz motywacje, jakimi inwestorzy kierowali się przy podejmowaniu SRI, ulegały w przeszłości ewolucji, natomiast strategie, jakie stosowali i nadal stosują w tym zakresie można uznać jako stałe. W literaturze zwykle wyróżnia się – zgodnie ze wspomnianą wcześniej organizacją US SIF – trzy główne strategie:

- strategia selekcji (klasyfikacji),
- strategia aktywizmu akcjonariuszy,
- strategia inwestowania w społeczeństwo¹⁸.

Pierwsza z wymienionych, tj. strategia selekcji (*screening*), posiada znaczenie podstawowe. Selekcja polega tu na włączaniu lub wykluczaniu niektórych rodzajów inwestycji na podstawie kryteriów: produktu, procesu lub behawioralnych (zachowań przedsiębiorstw). Stosowanie ocen moralnych, społecznych i/lub środowiskowych skutkuje przypisaniem – akceptowanym przez daną organizację (towarzystwo) – rodzajom aktywności nazwy etyczny lub SRI. Liczba przyjmowanych i rozważanych w tym procesie kwestii zwykle bywa długa. Stosowane kryteria zarówno produktowe, procesowe, jak i behawioralne różnią się w przypadku poszczególnych organizacji, a zatem dla procesu selekcji charakterystyczne jest raczej podejście jednostkowe (np. do wykluczania określonych produktów jako przedmiotu inwestowania), a nie globalne.

Jak wspomniano, selekcja obejmuje zarówno wykluczanie, jak i włączanie określonych inwestycji do portfela inwestora. Wykluczanie, czyli tzw. selekcja ujemna (*negative screening*) może obejmować inwestycje służące realizacji określonego produktu (np. alkoholu, papierosów, broni), inwestycje służące

¹⁷ J. Sandberg, C. Juravle, T.M. Hedeström, J. Hamilton: Op. cit., s. 529.

¹⁸ US SIF and Responsible Investment US SIF: The Forum for Sustainable and Responsible Invest. <http://ussif.org>.

rozwojowi określonego sektora gospodarki (np. hazardu, energii jądrowej) lub też inwestycje, których realizacja narusza społeczne czy środowiskowe normy. Wykluczenie na ogół jest motywowane chęcią niewspierania produktów lub działań, które naruszają określone religijne lub innej społeczne i/lub środowiskowe wartości.

Stosowana przez inwestorów równocześnie selekcja pozytywna (*positive screening*) służy identyfikacji spółek, które spełniają bądź też przekraczają określone standardy społeczne i/lub wykonawcze pod względem środowiskowym, lub też spółek, które są liderami w swoim sektorze (*best in class*). Selekcja pozytywna opiera się na zasadzie, zgodnie z którą inwestorzy SRI dążą do aktywnego wspierania spółek, których społeczne i środowiskowe udokumentowane osiągnięcia są zgodne ze standardami społecznej odpowiedzialności korporacji. Ogólną motywacją dla inwestorów jest tu zatem dążenie do ustanowienia i poprawy osiąganych standardów społecznych i środowiskowych w zakresie prowadzonej działalności spółek (sektorów). Klasyfikacja pozytywna jest przeprowadzana przez inwestorów na podstawie raportów społecznej odpowiedzialności biznesu (*corporate social responsibility* – CSR) spółek, przedstawiających m.in. główne wskaźniki opracowane na podstawie ogólnie przyjętych standardów, np. GRI¹⁹.

Przyjmowane przez inwestorów SRI kryteria, zarówno w klasyfikacji negatywnej, jak i pozytywnej, nie są stałe, tzn. ewoluują wraz ze zmianami w otoczeniu. Przykładem może być odejście od wykluczania przez inwestorów SRI spółek pochodzących z krajów stosujących reżim polityczny z chwilą jego zaniechania i równocześnie wprowadzanie nowych kryteriów związanych, np. z emisją gazów cieplarnianych czy przestrzeganiem standardów pracy.

Dokonując klasyfikacji inwestycji, inwestorzy SRI mogą stosować również inne podejście, tj. tzw. klasyfikację tematyczną (*thematic screening*). Podejście to polega na wyborze spółek, które ze względu na rodzaj prowadzonej działalności są uważane jako przyszłościowe z punktu widzenia zrównoważonego rozwoju. Mogą to być spółki (przemysły) funkcjonujące w obszarze tzw. czystych technologii (*clean tech*), np. energii odnawialnej, zielonego transportu itd.

Biorąc pod uwagę, iż omawiane przemysły dopiero się rozwijają, fundusze SRI wykazują tendencję do lokowania większości swoich środków w mniejszych spółkach oraz do większej zmienności lokat. Przyjmuje się, że rosnąca świadomość wpłynie na wzrost popytu na produkty (usługi) spółek omawianego obszaru i dobre wyniki ekonomiczne.

¹⁹ Global Reporting Initiative (GRI) publikuje jeden z najbardziej rozpowszechnionych standardów służących opracowaniu sprawozdawczości dotyczącej zrównoważonego rozwoju organizacji. GRI stara się, aby sprawozdawczość zrównoważona stała się rutynową czynnością, podobnie jak sprawozdawczość finansowa organizacji.

Drugą z wymienionych strategii, obok strategii klasyfikacji, jest strategia aktywizmu akcjonariuszy (*shareholder activism / engagement / advocacy*). Stanowi ona w pewnym sensie rozwinięcie w stosunku do strategii klasyfikacji, gdyż nie służy już bezpośrednio budowie portfela inwestycyjnego (tak jak pierwsza ze strategii), a raczej na monitorowaniu przez akcjonariuszy działalności spółek według przyjętych kryteriów oraz podejmowaniu różnorodnych działań (wywieraniu presji) wobec spółki, prowadzących do zmian w jej polityce i realizowanej działalności. Aktywizm akcjonariuszy można zatem traktować jako ciąg reakcji korzystających ze swoich praw akcjonariuszy na działalność spółki, mających na celu w szczególności wspieranie realizacji jej moralnych, etycznych i społecznych celów.

W literaturze przedmiotu podkreśla się, iż w porównaniu do samej tylko strategii klasyfikacji, od której raczej nie oczekuje się wpływu na zachowania spółki, strategia aktywizmu akcjonariuszy może być bardziej efektywna dla inwestorów, którzy dążą do znaczących zmian w spółce²⁰.

Aktywizm akcjonariuszy może przejawiać się w różnej formie, np. spotkania i dyskusje z zarządem, odpowiednie głosowanie na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy, składanie projektów uchwał w zakresie ładu korporacyjnego itd. Oczywiście efekty zaangażowania akcjonariuszy są w praktyce trudne do weryfikacji, szczególnie ujętej w skwantyfikowany sposób. Równocześnie należy pamiętać, iż o aktywizmie akcjonariuszy decyduje nie tylko ich kreatywność i determinacja, ale również przepisy prawne regulujące działalność spółek.

Trzecia z wymienionych strategii, tj. strategia inwestowania w społeczeństwo (*community investing, socially directed investing* lub *cause-based investing*) polega na wspieraniu – poprzez inwestowanie – konkretnych celów (potrzeb) lub aktywności mających pozytywny wpływ na społeczeństwo. Często są to inwestycje w ograniczanie skutków dokuczliwych problemów społecznych, np. skutków degradacji obszarów miejskich, ubóstwa na terenach wiejskich, niedorozwoju publicznej służby zdrowia itd. Inwestorzy z reguły akceptują (np. 5% i poniżej) stopę zwrotu lub nawet stopę zerową, a więc zgadzają się na odzyskanie jedynie kapitału. Inwestorzy dążą w tym przypadku do zrealizowania trudno kwantyfikowalnej dywidendy w formie „społecznej stopy zwrotu” zapewnianej przez pozytywne efekty społeczne, np. wybudowanie tanich mieszkań, przychodni zdrowia, ośrodków opieki dziennej, miejsc pracy itd. Omawiane inwestycje mogą być realizowane w różnej formie, np. w USA poprzez specjalne instytucje, jak banki rozwoju danej społeczności (*community development banks* – CDB) czy kasy kredytowe. Należy tu mieć na uwadze, iż omawiana forma wsparcia pozostaje inwestowaniem, a nie udzielaniem darowizny.

²⁰ G.R. Gay, J.A. Klaassen: Op. cit., s. 36.

1.4. Efektywność inwestowania w SRI

Złożona problematyka inwestowania w SRI jest nadal daleka od zadowalającego rozpoznania teoretycznego, w rezultacie czego udzielenie jednoznacznej i niebudzącej wątpliwości odpowiedzi na pytanie o efektywność tych inwestycji uzyskiwaną przez inwestorów wydaje się obecnie wręcz niemożliwa. O złożoności tej decyduje wiele czynników.

Jednym z podstawowych jest wspomniana już heterogeniczność pojęcia SRI, co może wpływać na praktyczne trudności z ich identyfikacją i pomiarem²¹. Inwestycje te mają ponadto rozległy zakres przedmiotowy, mogą bowiem polegać na lokowaniu kapitału w aktywa finansowe (w tym obszarze zagadnienia SRI są rozwijane w świecie najbardziej), jak i inne, np. w kapitał ludzki czy w nieruchomości²².

Obok znacznie zróżnicowanego przedmiotu inwestycji są również zróżnicowani inwestorzy i ich motywacje kapitałowego angażowania się w SRI, co znajduje odzwierciedlenie w wymaganej stopie zwrotu z inwestycji.

Powszechnie wiadomo, iż zrozumienie zachowania inwestorów nie jest łatwym zadaniem. Zwracają na uwagę to m.in. D.J. Beal, M. Goyen i P. Phillips, którzy piszą, że „[...] kapryśność ludzkiej natury generuje nieskończoną różnorodność zachowań, które przejawiają się w interesujący sposób, kiedy ludzie uczestniczą w rynkach”. Ponadto autorzy ci przytaczają wnioski z prac wielu badaczy, wskazujących, iż zachowania inwestorów nie zawsze muszą być zgodne z założeniami tradycyjnej teorii finansów; mianowicie, inwestorzy nie zawsze działają w jednorodny sposób pod względem optymalizacji inwestycji z punktu widzenia podejścia „średnia – wariancja”²³.

Na podstawie analizy literatury z zakresu teorii finansów, jak i literatury poświęconej SRI, wymienieni autorzy sugerują występowanie trzech potencjal-

²¹ W ostatnich latach podjęto w świecie wiele prac nad sposobem uznawania (oznaczania) inwestycji jako społecznie odpowiedzialnych. Przykładem mogą opracowane przez EUROSIF wytyczne dla funduszy SRI, umożliwiające tym funduszom uzyskanie większej transparentności oraz wiarygodności u inwestorów.

²² W celu ułatwienia uczestnikom SRI dokonywania różnych rodzajów inwestycji (aktywów) został opracowany m.in. podręcznik pt. *Handbook on Responsible Investment Across Asset Classes*. Boston College, Carroll School of Management, Institute for Responsible Investment przy współpracy Eurosif oraz SIF. W podręczniku tym wyróżniono następujące klasy aktywów: gotówka i jej ekwiwalenty, inwestycje (papiery wartościowe) o stałym dochodzie, akcje notowane publicznie, private equity, nieruchomości, fundusze hedgingowe oraz towary (*commodities* – głównie surowce oraz produkty rolnicze). Dla każdej klasy aktywów przedstawiono głównie informacje dotyczące projektowania odpowiedzialnej strategii inwestycyjnej, identyfikacji możliwości rynkowych działań oraz włączania zaangażowania (akcjonariuszy) w strategię inwestycyjną.

²³ D.J. Beal, M. Goyen, P. Phillips: *Why Do We Invest Ethically?* „The Journal of Investing” Fall 2005, s. 66.

nych przyczyn lokowania przez inwestorów części lub całości swoich funduszy w SRI, mianowicie:

- dla uzyskania korzyści (zwrotów) finansowych,
- dla uzyskania korzyści innych od zwiększających wartość ich portfela inwestycyjnego (*non-wealth returns*),
- dla przyczynienia się do korzystnych zmian społecznych²⁴.

Proponowane motywy nie wyczerpują rzecz jasna zagadnienia. Ponadto żaden z nich nie może być rozpatrywany wyłącznie. Niemniej jednak, łączna analiza oczekiwanych korzyści, a przede wszystkim znajdowanie przez niektórych inwestorów kompromisu w postaci osiągania kombinacji różnych z wymienionych korzyści (np. korzyści zaliczane do drugiej grupy rekompensują gorsze wyniki grupy pierwszej), ułatwia zrozumienie zachowań inwestujących w SRI.

Oczywiście problematyka inwestowania w SRI w kontekście uzyskiwanych wyników jest znacznie szersza. Jedną z często podnoszonych w dyskusji kwestii jest wpływ rezygnacji z niektórych inwestycji na ograniczenie dywersyfikacji portfela inwestycyjnego i jego oddziaływanie na jakość tego portfela (stopa zwrotu, ryzyko). Równocześnie zwolennicy SRI wskazują na możliwość osiągania wysokich stóp wzrostu przez te inwestycje, głównie dzięki uwzględnianiu kryteriów społecznych i ładu korporacyjnego (ESG). Przykładowo F.J. de Graaf i A. Slager piszą, że „[...] włączenie czynników społecznych do decyzji inwestycyjnych powinno prowadzić do lepszych stóp zwrotów ponieważ operacyjne i reputacyjne ryzyka są niższe od ryzyka ponoszonego przez konkurentów nie uwzględniających kwestii społecznych. Asymetria informacyjna pomiędzy inwestorem a przedsiębiorstwem zostaje zmniejszona”²⁵.

Jak już wskazano, obecnie brakuje podstaw do stwierdzenia, czy wyniki podmiotów inwestujących społecznie odpowiedzialnie (mając na uwadze trudności z jednoznacznym stwierdzeniem, czy badana spółka jest społecznie odpowiedzialna) różnią się znacząco od tych inwestujących w formie tradycyjnej. Opinię taką pozwalają sformułować przeprowadzane od około 30 lat liczne prace, które jednak różnią się m.in. perspektywą oraz metodyką²⁶. Można zatem ogólnie przyjąć, iż inwestorzy, którzy zamierzają inwestować w przedsiębiorstwa podejmujące SRI czy też w społecznie odpowiedzialne fundusze inwesty-

²⁴ Ibid., s. 69. Problematykę zachowań oraz motywacji inwestorów społecznie odpowiedzialnych obszernie analizuje również K. Glac: *Understanding Socially Responsible Investing: The Effect of Decision Frames and Trade-off Options*. „Journal of Business Ethics” Spring 2008, s. 41-55.

²⁵ F.J. de Graaf, A. Slager: *Guidelines for Integrating Socially Responsible Investment in the Investment Process*. „The Journal of Investing” Fall 2009, s. 71.

²⁶ Wyniki licznych badań przeprowadzonych w świecie można znaleźć m.in. w opracowaniu: *Demystifying Responsible Investment Performance*. Raport przygotowany wspólnie przez UNEP FI oraz Mercer, 2007.

cyjne, nie poświęcają (nie rezygnują) stóp zwrotu ze swoich inwestycji. Równocześnie jednak należy wspomnieć, iż w światowej literaturze poświęconej zrównoważonemu inwestowaniu w nieruchomości (będącemu przedmiotem rozważań w dalszej części artykułu) coraz częściej pojawiają się stwierdzenia o wyższych stopach zwrotu osiąganych z SRPI. Dla przykładu można przytoczyć opinię specjalistów UNEP FI, mianowicie: „Istnieje coraz więcej dowodów przemawiających za zrównoważonymi inwestycjami w nieruchomości. Dowody te wskazują, że nieruchomości o zrównoważonych cechach mogą generować wyższe stopy zwrotu lub przynajmniej posiadają bardziej przyszłościowe uzasadnienie”²⁷.

2. Inwestowanie społecznie odpowiedzialne na rynku nieruchomości

2.1. Specyfika nieruchomości w kontekście strategii odpowiedzialnego społecznie inwestowania

Idea społecznie odpowiedzialnego inwestowania jest coraz bardziej doceniana na rynku nieruchomości, czego wyrazem jest rosnąca w ostatnich latach rola kryteriów środowiskowych i społecznych (wraz z finansowymi), uwzględnianych przez inwestujących w nieruchomości.

Uzasadnieniem rozwoju społecznie odpowiedzialnego inwestowania w nieruchomości (*socially responsible property investment* – SRPI) jest głównie wspomniany wcześniej fakt, iż inwestorzy i deweloperzy, zaspokajając zewnętrzne korzyści środowiskowe oraz społeczne, nie czynią tego kosztem osiągania niższych zysków.

Problematyka SPRI, w tym kwestie korzyści osiąganych przez uczestników tych inwestycji, obejmuje szeroki zakres zagadnień, jako że dotyczy zarówno inwestycji bezpośrednich na tym rynku (zakup lub budowa nieruchomości), jak i inwestowania pośredniego, tj. inwestowania w fundusze inwestycyjne nieruchomościowe czy też w bardziej płynne instrumenty finansowe oparte na wierzytelnościach (takie jak *asset backed securities* – ABS).

W dalszej części artykułu ograniczono się do pierwszej z wymienionych form inwestowania, tj. inwestowania bezpośredniego, głównie w budynki.

Inwestowanie społecznie odpowiedzialne w budynki, podobnie jak inwestowanie w innego rodzaju aktywa, posiada cechy szczególne. W stosunku do najbardziej rozpowszechnionych aktywów, w jakich rozwinęły się SRI, tj. akcji, nieruchomości, różnią się pod wieloma względami:

²⁷ Sustainable Investment in Real Estate... Your Fiduciary Duty. UNEP FI, Property Working Group, October 2009, s. 2.

1. Zróżnicowane związki pomiędzy inwestorem a aktywami, w które inwestuje. W przypadku bezpośrednich inwestycji w nieruchomości, inwestor zazwyczaj zostaje wprost właścicielem aktywów (ewentualnie współwłaścicielem) i jako taki jest pozornie istotnym podmiotem kontroli w zarządzaniu nieruchomością. Jednakże sprzedając najemcy prawo do użytkowania nieruchomości, właściciel pozbywa się w znacznym stopniu kontroli na okres dzierżawy. W przypadku nieruchomości podział praw (między właścicielem a najemcą) jest odmienny aniżeli w przypadku akcji (udziałów), gdzie inwestor jest współwłaścicielem przedsiębiorstwa i tym samym ma udział (proporcjonalny do posiadanych akcji) w kontroli działalności przedsiębiorstwa.
2. Podwójny (binarny) charakter nieruchomości jako aktywów. O ile akcje (udziały) mają charakter „indywidualny”, nieruchomości mają charakter binarny w tym sensie, iż w pierwszym przypadku RSI określa wzajemne oddziaływanie inwestora i (zarządu) przedsiębiorstwa, natomiast w drugim wzajemne oddziaływanie inwestora i nieruchomości lub inwestora i nieruchomości oraz najemcy tej nieruchomości.
3. Nieruchomość stanowi łańcuch ograniczonych czasowo inwestycji. Kontraktowy charakter najmu sprawia, iż zyski inwestora z bezpośredniej inwestycji w nieruchomości pochodzą z kolejnych, określonych czasowo umów. Umowy te muszą być odnawiane. Z kolei w dobrze funkcjonującym przedsiębiorstwie zainwestowany kapitał zwykle nie jest określony czasowo. Różnica ta – rozpatrywana z punktu widzenia odpowiedzialnego inwestowania w nieruchomości – oznacza, że inwestor inwestując bezpośrednio w nieruchomości tylko od czasu do czasu odzyskuje pełną kontrolę nad zainwestowanymi aktywami, natomiast inwestujący w przedsiębiorstwo stale zachowuje pewien poziom kontroli (relatywnie do posiadanego udziału w kapitale) w całym okresie posiadania akcji.
4. Zróżnicowanie pod względem płynności finansowej oraz kosztów transakcyjnych. Cechy rynku nieruchomości, m.in. złożoność prawna, bariery informacyjne, niejednorodność oraz duża wartość nieruchomości skutkują niską płynnością, długim okresem transakcji oraz wysokimi kosztami transakcji. W przypadku inwestowania w akcje przedsiębiorstw sytuacja jest odmienna. Na rynku nieruchomości nie jest więc możliwy (tak jak na rynku akcji) szybki, tani i łatwy ruch kapitału. W kontekście odpowiedzialnego inwestowania oznacza to, że dokonywanie wyborów oraz wycofywanie kapitału z niepożądanych aktywów i następnie inwestowanie go w bardziej społecznie odpowiedzialnych inwestycjach jest droższe, trudniejsze i wymaga więcej czasu.

5. Dziedziczny charakter nieruchomości. Przedsiębiorstwo, działając w konkurencyjnym otoczeniu, a więc szukające odpowiedzi na nowe wyzwania, jest zmuszone do stałej ewolucji, podczas gdy nieruchomości pozostają w stałym miejscu i podlegają stopniowemu zużyciu fizycznemu i funkcjonalnemu. Jeśli inwestor nieruchomości będzie inwestować tak, aby zapewnić istniejącej nieruchomości ponownie konkurencyjną pozycję na rynku, początkowa nieruchomość może przetrwać bardzo długi okres, zanim zostanie częściowo lub całkowicie zastąpiona. Omawiane prawidłowości oznaczają, iż inwestujący w przedsiębiorstwo w każdym momencie dokonują wyborów w ewoluującym świecie i stale odnawiają swoje aktywa. Inwestujący w nieruchomości natomiast, ogólnie biorąc, lokują kapitał w zasób „dziedzicznych” aktywów, pochodzących z różnych okresów, które z punktu widzenia formy i funkcji, odzwierciedlają czas swojego powstania. Inwestycje w doprowadzenie tych nieruchomości do pierwotnego stanu lub też w ich modernizację są bardzo kosztowne.

Cechy te oczywiście mogą ograniczać możliwości odpowiedzialnego inwestora w praktycznym osiągnięciu swoich celów w posiadanych aktywach²⁸.

Wymienione różnice pomiędzy inwestowaniem w akcje przedsiębiorstwa a bezpośrednim inwestowaniem w nieruchomości powodują, iż przedstawione wcześniej strategie inwestowania społecznie odpowiedzialnego muszą być w przypadku nieruchomości realizowane w sposób specyficzny dla tej grupy aktywów. Dwie główne z wymienionych wcześniej strategii, tj. strategię selekcji oraz aktywizmu przedstawiono poniżej²⁹.

W pierwszym przypadku, tj. strategii selekcji, inwestor dokonuje na rynku wyboru nieruchomości według przyjętych kryteriów, np. lokalizacji, cech fizycznych nieruchomości czy też typu najemców. Stosując selekcję pozytywną (może również stosować negatywną), inwestor może np. preferować budynki zlokalizowane w pobliżu węzłów komunikacyjnych, co umożliwia wizytującym rezygnację z prywatnego transportu, preferować budynki posiadające cechy budynku „zielonego” czy też preferować określonych najemców (np. firmy prowadzące akceptowany przez inwestora rodzaj działalności).

Strategia selekcji pod względem koncepcyjnym wydaje się być prosta, jednakże jej stosowanie w praktyce może napotykać na trudności, głównie ze względu na wskazane wcześniej cechy nieruchomości. Wśród różnych przyczyn utrudnień można wskazać m.in.

²⁸ P. McNamara: Responsible Property Investment: Similar Aims, Different Manifestations. UNEP Finance Initiative, 2009, s. 3-5.

²⁹ Szerzej problematykę tę przedstawia P. McNamara: Op. cit., s. 10-17.

- brak lub też bardzo mała (niewystarczająca) liczba nieruchomości spełniających wymagane przez inwestora kryteria,
- problemy ze znalezieniem grupy najemców (np. do centrum handlowego), w której wszyscy spełniają wymagane kryteria,
- niewystarczający (w stosunku do potrzeb selekcji) brak informacji o nieruchomościach, szczególnie starszych budynkach.

Realizacja drugiej ze strategii, tj. strategii aktywizmu, jest zdeterminowana wskazanymi wcześniej cechami nieruchomości, tj. binarnym charakterem powiązań inwestora z nieruchomością oraz kontraktowym charakterem powiązań inwestora z najemcą.

Pierwsza cecha wyznacza dwa zakresy aktywizmu inwestora, tj. w odniesieniu do samej nieruchomości oraz do najemcy. Z kolei druga z cech powoduje, iż aktywizm inwestora zostaje ograniczony do tych części nieruchomości, do których inwestor pozostawia sobie prawo (niewynajętych) oraz do tego okresu najmu.

Aktywizm inwestora realizującego ideę odpowiedzialnego inwestowania w odniesieniu do samej nieruchomości może przybierać różne formy, m.in.:

- wymuszanie na deweloperze realizującym nowy budynek stosowania rozwiązań zgodnych z ideą odpowiedzialnego inwestowania,
- dążenie do ulepszenia istniejącego budynku w trakcie jego renowacji (jeśli jest to możliwe pod względem technicznym) z punktu widzenia społecznego i środowiskowego,
- podejmowanie bieżących czynności w nieruchomości (w całej lub w części, do której inwestor ma prawo) mających na celu ograniczenie jej środowiskowego wpływu.

Drugi obszar aktywizmu inwestora jest związany z działalnością najemcy. Działalność ta często determinuje środowiskowe i społeczne oddziaływanie nieruchomości, dlatego też inwestor powinien zaangażować się wraz z najemcą w odpowiedzialne zarządzanie nieruchomością. Zakres zaangażowania się najemcy zwykle zostaje określony w umowie najmu.

Ze względu na stosunkową nowość problemów zrównoważonego rozwoju, kwestie te (głównie obowiązki najemcy i właściciela) stanowią jeszcze nieznaczną część umów. Odpowiedzialny inwestor (właściciel) zazwyczaj ucieka się zatem do nieformalnego zaangażowania, np. do rozmów z najemcą czy też poinstruowania go w zakresie wykorzystania nieruchomości w sposób odpowiedzialny pod względem środowiskowym, np. o możliwości zmniejszenia zużycia energii³⁰.

³⁰ Ibid., s. 13.

2.2. Inwestowanie społecznie odpowiedzialne w nieruchomości budynkowe – pojęcie oraz tendencje występujące na świecie

Pojęcie odpowiedzialnego inwestowania w nieruchomości (*responsible property investing* – RPI) zostało sformułowane po raz pierwszy w 2005 r. przez G. Pivo i P. McNamarę. Autorzy ci piszą: „W skrócie RPI oznacza maksymalizację pozytywnych efektów i minimalizację negatywnych skutków posiadania nieruchomości, zarządzania nią i jej rozwoju na społeczeństwo i środowisko w sposób, który jest zgodny z celami inwestora i powierzoną odpowiedzialnością”³¹. Z definicji tej wynika, iż odpowiedzialność wobec środowiska i społeczeństwa ponosi nie tylko właściciel nieruchomości, lecz także ci, którzy nią zarządzają (w tym także zarządzający portfelem, którego dana nieruchomość jest składnikiem) i rozwijają ją. Interpretując szerzej kwestię podmiotów, od których zależy, czy inwestowanie w nieruchomości stanie się społecznie odpowiedzialne, należy wskazać długą listę uczestników procesu inwestycyjnego, szczególnie biorąc pod uwagę międzynarodowe normy dotyczące społecznej odpowiedzialności, tj. normę ISO 26000³². Do uczestników tych można zaliczyć m.in. projektantów, dostawców materiałów budowlanych oraz wyposażenia, wykonawców, zarządców nieruchomości, banki finansujące, inwestorów instytucjonalnych, ubezpieczycieli czy rząd.

Rozwój inwestycji społecznie odpowiedzialnych na rynkach nieruchomości jest notowany na całym świecie, aczkolwiek w zróżnicowanym stopniu. Badania przeprowadzane przez międzynarodowe instytucje, m.in. przez RREEF Research, umożliwiają identyfikację trendów globalnych oraz regionalnych w tym zakresie, a także ich implikacji dla inwestorów, jak również zachodzących tu powiązań z rynkiem kapitałowym. Wskazać tu można np.:

I. Wśród tendencji o charakterze globalnym:

1. Deweloperzy oraz menedżerowie adoptują praktyki odpowiedzialnego (zrównoważonego, zielonego) biznesu we wszystkich regionach świata, gdyż osiągają wysokie zyski z realizacji „zielonych” budynków; osiąganie wysokich zysków jest możliwe ze względu na gwałtowny wzrost cen energii oraz znaczne oszczędności, jakie daje realizacja przemysłowych „zielonych” rozwiązań (projektów) technicznych, zarówno obiektów nowych, jak i poddawanych renowacji.
2. Globalizacja wzmacnia i przyspiesza rozwój odpowiedzialnych społecznie nieruchomości, przy czym w regionach rozwijających się szybki wzrost za-

³¹ G. Pivo, P. McNamara: Responsible Property Investing. „International Real Estate Review” 2005, Vol. 8, No. 1, s. 129.

³² Norma ISO 26000 zawiera wytyczne dotyczące odpowiedzialności społecznej, które mogą być stosowane dobrowolnie przez wszystkie organizacje.

możności i rozwój gospodarczy jednocześnie powodują znaczny wzrost zużycia energii i emisji gazów cieplarnianych.

3. Korporacje wielonarodowe oraz globalne firmy inwestycyjne są szczególnie ważne w ustanawianiu bardziej zrównoważonych (zielonych) praktyk biznesowych w dziedzinie nieruchomości poprzez wprowadzanie kryteriów najmu oraz inwestycyjnych.
4. Główni korporacyjni najemcy poszukują bardziej zrównoważonych (ekologicznych) obiektów, aby przyciągnąć i zatrzymać pracowników, poprawić swój wizerunek, zaspokoić wymagania akcjonariuszy itd. Dlatego też najemcy ci ustanawiają minimalne, globalne standardy, np. w zakresie efektywności energetycznej.
5. Wprowadzanie coraz lepszych, bardziej zrównoważonych praktyk biznesowych wymusza także polityka rządów oraz organizacje ekologiczne i organizacje działające na rzecz rozwoju zrównoważonych budynków³³.

II. Wśród głównych tendencji o zakresie regionalnych:

1. Rozwój zrównoważonego inwestowania w nieruchomości jest obecnie zróżnicowany regionalnie; największe jego tempo występuje w gospodarkach wysoko rozwiniętych, niższe w krajach rozwijających się, przy czym w najszybciej rozwijających się gospodarkach wschodzących omawiane tempo jest niższe. W najbliższych latach największym rynkiem dla zrównoważonego inwestowania pozostanie Ameryka Północna, zamożne gospodarki europejskie oraz Japonia, jakkolwiek znaczący potencjał dla tych inwestycji oraz inwestycji dostosowujących stare obiekty do współczesnych wymagań istnieje na całym świecie.
2. Dominującą rolę w ustanawianiu standardów w zakresie zrównoważonego inwestowania w nieruchomości w regionach wysoko rozwiniętych nadal będzie odgrywać rząd. W gospodarkach wschodzących natomiast przewiduje się, iż główną siłą w omawianym zakresie będą globalni korporacyjni najemcy przy udziale nacisków lokalnych społeczności.

Wymienione tendencje stanowią szanse oraz wyzwania dla inwestorów/właścicieli nieruchomości. Jak wynika z badań RREEF, inwestorzy, którzy pierwsi zainteresowali się budynkami zrównoważonymi i zdobyli w tym zakresie doświadczenie, mogą zrealizować (krótkoterminowe) premie oferowane dzisiaj przez rynek zielonych budynków, a także zminimalizować ryzyko, które wystąpi w przyszłości i będzie wynikało z posiadania przestarzałych budynków. Dla inwestorów zasadnicze znaczenie ma fakt, iż budynki zielone posiadają lepsze, w stosunku do konwencjonalnych, wyniki eksploatacyjne, m.in. lepsze

³³ A.J. Nelson: Globalization and Global Trends in Green Real Estate Investment. Raport No. 64, RREEF Research, San Francisco 2008, s. II-V.

wskaźniki obłożenia czy wyższe stopy kapitalizacji. Oczywiście omawiani inwestorzy tak samo jak inni ponoszą ryzyko. Jako największe ryzyko jest tu uznawane ryzyko rynkowe (zwiększające się szybko zielone standardy mogą spowodować nieefektywność budynków, które w czasie ulegają szybkiemu starzeniu), ryzyko regulacyjne (dokonywanie przez rząd częstych zmian regulacji prawnych, oddziałujących na kalkulacje relacji koszty/korzyści) oraz ryzyko środowiskowe (powstanie uszkodzeń fizycznych wynikłych ze zmian klimatu). Jak się przewiduje, największy ruch w obszarze zielonych inwestycji wystąpi w trzech rodzajach nieruchomości, mianowicie tych, które zarówno użytkownikom, jak i właścicielom przynoszą największe korzyści w stosunku do budynków konwencjonalnych, w przypadku budynków, którymi w takim samym stopniu jest zainteresowany właściciel i najemca oraz budynków, które oferują najemcom konkretne korzyści³⁴.

2.3. Kluczowe obszary występowania odpowiedzialnych społecznie bezpośrednich inwestycji w nieruchomości

Przedstawione w zarysie wybrane kwestie rozwoju „zielonych” budynków w świecie stanowią tylko jeden z fundamentalnych komponentów problematyki formułowania działalności inwestycyjnej, traktowanej jako społecznie odpowiedzialnej (zrównoważonej). W rzeczywistości można wyróżnić wiele zagadnień, które odpowiedzialny społecznie inwestor, zamierzający zdefiniować swoją bezpośrednią działalność inwestycyjną w nieruchomości z uwzględnieniem ekonomicznych, społecznych i środowiskowych kryteriów musi przeanalizować. Na podstawie światowych (głównie amerykańskich) doświadczeń i literatury można do nich zaliczyć m.in.³⁵:

1. Inwestowanie w mieszkalnictwo dla określonej grupy osób. Jednym z najbardziej rozwiniętych wymiarów odpowiedzialnego inwestowania w nieruchomości (głównie w USA) jest zapewnienie dostępności mieszkań dla rodzin o niskich i średnich dochodach (*affordable housing*).

Przedmiotem zainteresowania omawianych inwestorów są także mieszkania wspomagające rodziny o średnich dochodach (a więc nie biednych), lecz nieposiadających środków, aby mieszkać blisko miejsca zatrudnienia ze względu na różne ograniczenia (*workforce housing*). Realizacja tego typu mieszkań jest formą wsparcia dóbr publicznych m.in. dzięki redukcji nadmiernych społecznych obciążeń (wysiłku), obniżeniu emisji spalin samochodów, obniżeniu poziomu zużycia innych rodzajów energii, a także wspierania zdrowszej

³⁴ A.J. Nelson: *Globalization and Global Trends*, op. cit., s.V.

³⁵ *Handbook on Responsible Investment Across Asset*, op. cit., s. 57-62.

i bardziej efektywnej pracy. Tego typu mieszkania są często przeznaczone dla ludzi o określonym zawodzie, ważnym dla ogólnego dobra społeczności, np. nauczycieli, policjantów, strażaków czy pielęgniarek.

2. Inwestowanie w lokalną gospodarkę oraz w nowe zagospodarowanie (*re-development*) terenów przemysłowych. Inwestowanie w rehabilitację zdegradowanych terenów oraz w nowe budownictwo prowadzi do ich ekonomicznej rewitalizacji. Takie inwestowanie może spowodować na obszarach o zaniżonej podaży usług powstanie społecznych korzyści, np. świadczenia niezbędnych usług, nowych miejsc pracy i w rezultacie podstawy dla odprowadzania lokalnych podatków.

Podobna sytuacja występuje w przypadku inwestowania w nowe zagospodarowanie terenów przemysłowych. Może ono spowodować, iż na terenach (działkach) źle wykorzystywanych gospodarczo zostanie przywrócona zdolność do generowania wysokich dochodów.

3. Inwestowanie w zagospodarowanie miast zapewniające inteligentny wzrost (*smart growth*), jak najlepszy dostęp do publicznego transportu oraz zachowanie terenów cennych przyrodniczo. Inteligentny rozwój miast powinien obejmować m.in. tworzenie udogodnień i zachęt dla ruchu pieszego oraz tworzenie oferty mieszkaniowej dla różnych grup społeczno-zawodowych i/lub grup społecznych o różnych dochodach. Może to przyczynić się do tworzenia zdrowego środowiska, które zwiększy wartość nieruchomości w całym sąsiedztwie i satysfakcję najemców, a także aktywność gospodarczą w nieruchomościach mieszkaniowych oraz komercyjnych.

Przebudowa miasta, mająca na celu maksymalny dostęp do transportu publicznego, może skrócić czas przejazdów, co jest korzystne dla najemców i kreuje wartość środowiskową dzięki zmniejszeniu się korzystania z prywatnych samochodów.

Trzeci obszar inwestowania, tj. zorientowanego na zachowanie środowiska, może przynieść wartość w postaci zachowania terenów zielonych, naturalnych siedlisk i mokradeł, a w związku z tym zwiększyć wartość nieruchomości, zapewnić dobra publiczne i jednocześnie polepszyć istniejące budynki poprzez dobre zarządzanie i renowację.

4. Inwestowanie w zielone budynki i wzrost efektywności ekologicznej. Zielone budynki mogą w całym okresie swojego istnienia umożliwić zmniejszenie zużycia przez najemców różnych zasobów, np. wody dla utrzymania czystości, energii elektrycznej, ropy naftowej czy gazu dla oświetlenia, ogrzania lub chłodzenia; w budynkach tych mogą zostać zredukowane koszty utrzymania i odnawiania.

Obniżka kosztów eksploatacji wraz z bardziej efektywnym systemem zarządzania przyczyniają się do osiągnięcia przez inwestora wyższej stopy zwrotu.

Omawiane budynki pozwalają ponadto na redukcję emisji gazów cieplarnianych i innych zanieczyszczeń.

Zielone budownictwo ma zastosowanie zarówno do przypadku nowych budynków, jak i w przypadku różnego typu ulepszeń budynków istniejących poprzez lepsze zarządzanie nimi czy też ich renowację.

5. Inwestowanie w zrównoważone konstrukcje oraz materiały. Stosowane w zrównoważonym budownictwie bardziej efektywne i zrównoważone (zielone) materiały stwarzają duże możliwości dla poprawy wyników o charakterze ekologicznym. Zastosowanie ekologicznie uzasadnionych materiałów budowlanych, takich jak odpowiednie drewno czy właściwy pod względem ekologicznym beton, mogą poprawić wizerunek budynku, jak również zmniejszyć szkodliwe skutki.

Podobnie, stosowanie mniej toksycznych środków chemicznych do czyszczenia oraz konserwacji budynku może zmniejszyć jego negatywny wpływ na środowisko i tym samym potencjalnie podnieść wartość budynku, wyrażającą się w większej satysfakcji i lepszym zdrowiu najemców.

6. Stosowanie uczciwych praktyk w zakresie zatrudnienia. W przypadku inwestowania w nieruchomości dotyczy to głównie takich dziedzin, jak budownictwo, remonty i konserwacje czy też produkcja materiałów budowlanych. Stosowanie uczciwych praktyk wyraża się m.in. poprzez wypłacanie przez pracodawców godziwych/sprawiedliwych wynagrodzeń oraz podejmowanie działań na rzecz zabezpieczenia zdrowia i zwiększenia bezpieczeństwa pracy. Stosowanie uczciwych praktyk w omawianym zakresie przynosi różne pozytywne efekty, głównie zwiększenie wydajności pracy, zmniejszenie problemów zdrowotnych, jak i ryzyka utraty reputacji firmy, a także ograniczenie negatywnych społecznych efektów zewnętrznych.

Wymienione czynniki oczywiście nie obejmują wszystkich form odpowiedzialnego inwestowania w nieruchomości. Stanowią one ramy ułatwiające odpowiedzialnemu inwestorowi identyfikację interesujących go zagadnień. Analiza tych zagadnień, a przede wszystkim jej wyniki mogą być wykorzystywane przez inwestora w różnych czynnościach, np. w doborze odpowiednich uczestników procesu inwestycyjnego (deweloperów, zarządców nieruchomości itd.), zapewniających uzyskanie dobrych wyników, czy też w znajdowaniu nowych sposobności pozwalających osiągać lepsze wyniki (finansowe, ekologiczne i społeczne) z eksploatacji majątku trwałego.

Uwagi końcowe

Zarówno inwestorzy indywidualni, jak i inwestujące podmioty gospodarcze mają coraz większą świadomość, iż działalność spełniająca w nieznacznym

stopniu (lub w ogóle) wymagania środowiskowe oraz społeczne jest obciążona dużym ryzykiem inwestycyjnym. Tym samym inwestorzy coraz rzadziej dopatrują się konfliktu pomiędzy działalnością społecznie odpowiedzialną a osiąganiem zysków. Co więcej, zachowania oraz biznes społecznie odpowiedzialne zaczynają być przez coraz większą liczbę inwestorów postrzegane jako wstępny warunek osiągnięcia lepszych wyników inwestycyjnych (wyższych stóp zwrotu).

Potwierdzeniem omawianej tendencji jest stale rosnący rynek społecznie odpowiedzialnego inwestowania zarówno na rynku akcji, jak i na rynku nieruchomości. Według danych statystycznych publikowanych m.in. przez SIFF oraz EUROSIF, w ostatnich latach w USA oraz w jeszcze większym tempie w Europie wzrastała wartość aktywów zarządzanych zgodnie z koncepcją SRI i tym samym wzrastał procentowy udział aktywów SRI w całkowitej liczbie zarządzanych aktywów. Wzrastała też liczba funduszy SR; w 2010 r. w USA funkcjonowały 493 fundusze³⁶, w Europie ich liczba w czerwcu 2010 r. wynosiła 879, w tym najwięcej w Belgii (227), we Francji (215) oraz w Wielkiej Brytanii (105)³⁷.

Działalność SRI na polskim rynku jest mało rozpoznana. Świadczy o tym m.in. fakt, iż EUROSIF objął badaniem Polskę po raz pierwszy dopiero w 2010 r. Wartościowe rozpoznania w omawianym zakresie przyniosły przeprowadzone przez polskich autorów badania nad świadomością społeczną odpowiedzialności przedsiębiorstw oraz jej znaczeniem w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez inwestorów instytucjonalnych na polskim rynku kapitałowym³⁸. Jak wynika z tych badań menedżerowie jakkolwiek znają koncepcję społecznej odpowiedzialności biznesu, w procesie podejmowania decyzji rzadko wychodzą poza schemat klasycznej analizy finansowej, rozszerzając ją niekiedy o analizę ładu korporacyjnego spółki³⁹. Zdaniem autorów badania, bierze się to głównie stąd, iż „[...] decyzje podjęte na bazie konwencjonalnych kryteriów są łatwiejsze do «obrony» od tych, których podjęcie wymagało metod nieznanych powszechnie klientom funduszy inwestycyjnego”⁴⁰. Na taką postawę menedżerów może także wpływać – zdaniem badających – niechęć spółek do udzielania informacji pozafinansowych (robią to w znikomym zakresie), co z kolei wynika z braku nacisków na przedsiębiorstwa ze strony inwestorów, zwłaszcza instytucjonalnych.

³⁶ Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States 2010. Social Investment Forum Foundation 2011, s. 9.

³⁷ Green, Social and Ethical Funds in Europe. 2010 Review. VIGEO Rating, s. 4 i 8.

³⁸ Badania zostały przeprowadzone w okresie od sierpnia do października 2010 r. przez Forum Odpowiedzialnego Biznesu, portal Odpowiedzialne-Inwestowanie.pl oraz Korporację Badawczą Pretendent. Przesłanki, metodykę oraz wyniki badań przedstawia P. Kaźmierkiewicz: Społecznie odpowiedzialne inwestowanie w Polsce – badania. W: Odpowiedzialne inwestycje kapitałowe. Red. R. Krukowska. Pracodawcy RP, Warszawa 2011.

³⁹ Ibid., s. 29.

⁴⁰ Ibid.

Można zatem przyjąć, iż dopiero w nadchodzących latach wystąpi znaczący rozwój świadomości SRI wśród polskich inwestorów. Będą temu sprzyjać nie tylko oczekiwany wzrost przekonania o opłacalności funkcjonowania zgodnego z koncepcją SRI, ale również różne stymulujące SRI przedsięwzięcia, np. funkcjonowanie portalu na temat odpowiedzialnego inwestowania⁴¹ czy też funkcjonowanie na giełdzie benchmarku inwestycyjnego RESPECT Index, uwrażliwiającego inwestorów na aspekt ładu korporacyjnego spółek.

W przypadku zrównoważonych inwestycji w nieruchomości sytuacja jest podobna. W ostatnich latach wystąpił gwałtowny wzrost bardziej zrównoważonego budownictwa poprzez realizację nowych budów, jak i modernizację istniejących nieruchomości w celu ich dostosowania do „zielonych” standardów, przy czym działalność ta była głównie skoncentrowana w zamożnych regionach świata. Ocenia się, iż w krajach wysoko rozwiniętych rozwój ten będzie się nasilać ze względu na wyższą zamożność, większą skłonność do akceptacji wymagań środowiskowych, większy zasób nieruchomości podatnych na modernizację, jak i poszukiwanie przez inwestorów do swoich portfeli inwestycyjnych obiektów, które można uważać za przyszłościowe. Omawiane oczekiwania na rynku zrównoważonych inwestycji w nieruchomości potwierdzają zachowania inwestorów⁴².

Oceniając przyszłość na omawianym rynku można równocześnie oczekiwać, iż jedne z największych możliwości dla inwestorów, którzy będą chcieli wykorzystywać pojawiające się globalne zielone standardy, będą występowały w rozwijających się gospodarkach. Będą na to wpływać różne czynniki, przede wszystkim wyższe tempo wzrostu ludności oraz rozwoju gospodarczego. Niemniej jednak, prognozując rozwój inwestycji zrównoważonych w tych regionach nie można zapominać o istniejących tam czynnikach hamujących omawiany rozwój⁴³.

W Polsce sytuacja w zakresie inwestycji zrównoważonych na rynku nieruchomości jest podobna do tej na rynku akcji. Mianowicie niski jest obecny stan tych inwestycji i ich ogólny udział w całkowitym rynku (udział zrównoważonego budownictwa w całkowitym rynku budowlanym ocenia się na około 5%), jednakże w najbliższych latach oczekiwany jest znaczny wzrost. Potwierdzają to badania przeprowadzone w latach 2009-2010. Dla przykładu, z przeprowadzonych w 2009 r. badań Polskiego Stowarzyszenia Budownictwa Ekologicznego

⁴¹ Portal ma na celu edukację i promocję koncepcji SRI (www.odpowiedzialne-inwestowanie.pl).

⁴² Dla przykładu można podać, iż jeden z największych w Wielkiej Brytanii funduszy emerytalnych, The West Midlands Pensions Authority, ulokował część swojego portfela w nieruchomościach społecznie zrównoważonych. Podobnie postąpiły CalPERS i CalSTRS w USA, the Universities Superannuation Scheme w Wielkiej Brytanii oraz VicSuper w Australii. Zob. Sustainable Investment in Real Estate... Your Fiduciary Duty, op. cit., s. 8.

⁴³ A.J. Nelson: Globalization and Global Trends, op. cit., s. I.

(PLGBC) wynika m.in., iż dynamika rozwoju budownictwa zielonego jest wyższa od tempa rozwoju gospodarczego, a w najbliższych latach nastąpi znaczny wzrost udziału zrównoważonego budownictwa w całkowitym rynku budowlanym⁴⁴. Podobne wnioski wynikają z dokonanych w 2010 r. obszernych badań Millward Brown SMG/KRC. Wskazują one m.in., iż znaczna część badanych spółek (deweloperzy, firmy architektoniczne, wykonawcy, producenci materiałów budowlanych) zamierza inwestować w najbliższych latach w budownictwo zrównoważone⁴⁵.

Przedstawione w zarysie zagadnienia dotyczące inwestycji zrównoważonych (zarówno na rynku akcji, jak i nieruchomości) ukazują jedynie wybrane aspekty tej rozległej problematyki. Biorąc pod uwagę stosunkowo krótki okres badań nad tymi inwestycjami, szczególnie na rynku nieruchomości, zrozumiałe jest, iż wiele kwestii teoretycznych pozostaje nierozstrzygniętych. Wskazać tu można m.in. wspomniane w artykule problemy z precyzyjnym zdefiniowaniem tych inwestycji i wynikające stąd konsekwencje dla ich pomiaru. Skłania to do dalszych prac o charakterze metodycznym, służących m.in. uściśleniu pojęć i ich zdefiniowaniu, niezbędnemu do prowadzenia różnych badań, np. konstruowaniu wskaźników służących ocenie i mierzeniu efektywności inwestowania.

W przypadku inwestycji zrównoważonych na rynku nieruchomości celowe wydaje się m.in. prowadzenie prac służących opisaniu i kwantyfikacji – przy zastosowaniu naukowych metod – zjawiska przyczyniania się nieruchomości do zrównoważonego rozwoju. Niezbędne są tu metody integrujące finansowe, środowiskowe i społeczne podejście do oceny. Jak można sądzić, największe trudności w praktyce może stwarzać uwzględnienie aspektu społecznego, gdzie niełatwo jest zdefiniować pojęcia, wskaźniki, a następnie uzyskać dane empiryczne dla dokonania obliczeń⁴⁶.

Sporządzenie zintegrowanej oceny zrównoważonych nieruchomości wymaga innego (w stosunku do tradycyjnego) do nich podejścia. Mianowicie wymaga opracowania bardziej rozbudowanego zbioru informacji o nieruchomości, które należy zgromadzić, a więc wymaga wcześniejszego zaprojektowania dokumentowania różnych faktów dotyczących nieruchomości, które mają swoje konsekwencje finansowe, ekologiczne i społeczne. Ostatecznie, dane te można wykorzystać do wykazania przewagi budownictwa zrównoważonego nad konwencjonalnym.

⁴⁴ Ankieta PLGBC: Sytuacja Budownictwa Ekologicznego w Polsce. Lipiec 2009, cyt. za: A. Vorbrodt-Schurma, R. Schurma: Green building = zielone budownictwo. „Ecomanager” 2009, nr 2, s. 45.

⁴⁵ Budownictwo zrównoważone. Inwestycje typu Green Building. Raport wykonany na zlecenie kancelarii KKPW przez Instytut MillwardBrown SMG/KRC. Warszawa, czerwiec 2010.

⁴⁶ Problematykę dostępności informacji wymaganej do mierzenia społecznych i środowiskowych wyników w inwestowaniu w nieruchomości przedstawia m.in. G. Pivo: Social and Environmental Metrics for US Real Estate Portfolios. „Journal of Property Investment & Finance” 2009, Vol. 27, No. 5, s. 481-550.

Rosnące znaczenie zrównoważonego inwestowania wymaga również zmian w nastawieniu uczestników rynku nieruchomości, w tym m.in. agencji ratingowych w dziedzinie nieruchomości, analityków finansowych (banków), rzeczoznawców ds. wyceny, pośredników nieruchomości. Kwestie zrównoważonego budownictwa powinny mieć coraz większe udział w ich pracach, np. w stosowanych metodach (narzędziach) w zakresie wyceny nieruchomości, analizy ryzyka czy też przeprowadzaniu transakcji handlowych.

Obecnie wprawdzie brakuje jeszcze narzędzi, za pomocą których można by wykazać rynkową wartość zrównoważonych cech (właściwości) nieruchomości, powinno to jednak tylko zachęcać do podejmowania badań prowadzących do opracowania skutecznej metodologii.

SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTING ON PROPERTY MARKET

Summary

The article presents the issues of the increasingly importance of socially responsible investing (socially responsible investment – SRI). It shows in outline the development of this type of investment as well as selected methodological issues, including issues concerning the concept of SRI, in particular its heterogeneity. It also shows other fundamental aspects of this type of investment, that is used by investors strategies and performance. The issues reported were referenced to investing in the stock market.

Second, the essential part of the article, devoted to socially responsible investment on property market (socially responsible property investment – SRPI or sustainable investment), i.e. the market where the interest began to be much later than the stock market. This section presents the differences between socially responsible investing in the stock market and property market, general global trends in the development of SRPI and the main dimensions (areas) the occurrence of SPRI.

The last part of article contains concluding remarks, including above all the desired changes to the methodology for the development of SPRI. These include changes in the proper study of the SRPI impact on sustainable development or changes for their proper valuation, analysis, and trade.

PROBLEMATYKA ZUŻYCIA W WYCENIE SPECJALISTYCZNYCH NIERUCHOMOŚCI PRZEMYSŁOWYCH

Wprowadzenie

Przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych na rynku nieruchomości istotnym elementem oceny opłacalności przedsięwzięcia jest wartość nieruchomości, a właściwie różne jej kategorie. Powoduje to, że jakość i wiarygodność wyceny wpływa nie tylko na samą decyzję, ale też powodzenie całego przedsięwzięcia w przyszłości. W odniesieniu do specjalistycznych nieruchomości przemysłowych może to stanowić większy problem, ze względu na trudność ich wyceny, spowodowaną unikatowym charakterem, skomplikowaną strukturą samych nieruchomości oraz brakiem lub niewielką liczbą transakcji rynkowych. Z tego względu – poza nielicznymi wyjątkami, jak np. stacje benzynowe – nie ma możliwości stosowania podejścia porównawczego. Możliwość wykorzystania podejścia dochodowego jest istotnie ograniczona ze względu na fakt, że źródłem dochodu w przypadku tych nieruchomości nie jest wynajem powierzchni, a stosowanie metody zysków lub innych metod polegających na wyodrębnianiu wartości nieruchomości z wartości działalności operacyjnej przedsiębiorstwa jest niezmiernie trudne i dyskusyjne. W tej sytuacji jest często wykorzystywane podejście kosztowe, w którym jedną z najważniejszych kwestii wpływających na wiarygodność wyniku wyceny jest realne oszacowanie zużycia nieruchomości.

W niniejszym artykule wykorzystano głównie źródła literaturowe z USA i Międzynarodowe Standardy Wyceny, gdzie podejście kosztowe opiera się na porównaniach rynkowych i prowadzi do oszacowania wartości rynkowej nieruchomości. Celem artykułu jest przedstawienie głównych źródeł zużycia i sposobów jego szacowania w odniesieniu do nieruchomości specjalistycznych.

1. Zużycie w podejściu kosztowym do wyceny

Dla oceny zużycia duże znaczenie mają skutki ekonomiczne związane ze stałością nieruchomości w miejscu, w tym wysoka wrażliwość jej wartości rynkowej na zmiany w jej otoczeniu, ponieważ zazwyczaj właściciel nie ma na nie

wpływu. Zmiany otoczenia dotyczą zarówno lokalizacji – zmiany w najbliższym sąsiedztwie i dalszej odległości, jak też otoczenia ekonomicznego rynku lokalnego oraz całej gospodarki. Mogą one wpływać pozytywnie lub negatywnie na wartość nieruchomości. W przypadku zmian negatywnych występuje spadek wartości spowodowany zużyciem zewnętrznym i funkcjonalnym. Negatywne skutki fizycznej stałości nieruchomości mogą być osłabiane przez względną „mobilność” sposobów użytkowania, przy czym możliwości te są tym mniejsze im bardziej specjalistyczna jest dana funkcja.

W amerykańskiej literaturze przedmiotu podkreśla się, że w podejściu kosztowym występuje „teoretyczny” podział nieruchomości na składnik gruntowy i budowlany. Powoduje to, że w wycenie podejściem kosztowym pojawiają się kwestie niewystępujące w innych podejściach. Przykładem może być przypisywanie obiektom budowlanym zużycia wywołanego czynnikami zewnętrznymi, co nie występuje bezpośrednio (i odrębnie) w podejściu dochodowym i porównawczym¹. Wartość nieruchomości w podejściu kosztowym można zapisać w postaci następującej formuły:

$$W = (W_g + K_s + K_z + W_d) - Z_u = W_N - Z_u$$

gdzie:

W – wartość rynkowa nieruchomości oszacowana podejściem kosztowym,

W_g – wartość rynkowa składnika gruntowego,

K_s – rynkowe koszty stałe wytworzenia składnika budowlanego,

K_z – rynkowe koszty zmienne wytworzenia składnika budowlanego,

W_d – rynkowe wynagrodzenie dewelopera (wraz z zyskiem),

Z_u – zużycie nieruchomości,

W_N – wartość rynkowa nieruchomości w stanie nowym.

Warto podkreślić, że podejście kosztowe ma charakter rynkowy i tak samo jak podejście porównawcze oraz dochodowe – opiera się na porównaniach rynkowych. Podejście kosztowe odzwierciedla rynek, ponieważ uczestnicy rynku odnoszą wartość rynkową do aktualnych rynkowych kosztów w gospodarce. Kupujący porównują wartość istniejącej zabudowy nie tylko z cenami i czynszami dla podobnych nieruchomości, ale także z kosztami wzniesienia nowych obiektów, które pod względem technicznym i funkcjonalnym będą optymalne

¹ Przy stosowaniu metod porównawczych i dochodowych zużycie jest uwzględniane pośrednio, np. poprzez korygowanie cechy rynkowej, stan techniczno-użytkowy czy poziom wydatków operacyjnych na remonty budynku. The Appraisal of Real Estate. 13th ed. Appraisal Institute, Chicago, Illinois 2007, s. 377.

z punktu widzenia potrzeb nabywcy². Międzynarodowe Standardy Wyceny również charakteryzują podejście kosztowe jako metodę porównawczą³.

W podejściu kosztowym rzeczoznawca szacuje, jak rynek postrzega różnicę pomiędzy wycenianymi obiektami a nowo budowanymi budynkami o optymalnej użyteczności tzw. idealnego ulepszenia (*ideal improvement*). Jest to taki sposób zagospodarowania wycenianej nieruchomości, który byłby najbardziej efektywny z perspektywy cech nieruchomości oraz wyników analizy rynku – oczekiwań i standardów na rynku lokalnym. Idealne ulepszenie gruntu powinno się charakteryzować maksymalnym wykorzystaniem potencjalnego popytu na daną nieruchomość, zgodnością z aktualnymi standardami rynkowymi i charakterem rynku lokalnego, najodpowiedniejszym doborem i wyceną komponentów⁴. W pierwszej fazie, na podstawie wniosków z analizy rynku nieruchomości określa się, jak powinna być zagospodarowana analizowana działka gruntu (traktując ją jakby była niezabudowana – abstrahując od istniejących ulepszeń). W drugiej fazie analizuje się, czy do tego idealnego sposobu zagospodarowania można, a jeżeli tak, to w jaki sposób, wykorzystać istniejącą zabudowę.

Porównanie istniejącej zabudowy z idealnym ulepszeniem jest elementem analizy optymalnego sposobu użytkowania nieruchomości (sposobu optymalnego wykorzystania)⁵. Należy podkreślić, że wnikliwa i szczegółowa analiza optymalnego sposobu użytkowania stanowi kluczowy element podejścia kosztowego, ponieważ porównanie istniejących ulepszeń z idealnym ulepszeniem pozwala na zidentyfikowanie wszystkich form zużycia wycenianej nieruchomości⁶. Teoretycznie zużycie może występować w każdej fazie rozwoju nieruchomości, począwszy od fazy projektowej. Jeżeli projekt nie spełnia standardów rynkowych, nieruchomość może być przestarzała funkcjonalnie, zanim jeszcze zostanie wybudowana⁷. W trakcie realizacji można dokonać pewnych korekt projektu, ale zazwyczaj te elementy zużycia technicznego pozostaną już do końca użytkowania (rysunek 1).

² T. Ramian: Depreciation in the Appraisal of Specialized Industrial Real Estate. W: Selected Aspect of the Cost Approach in Property Valuation. S. Żróbek (ed.). Towarzystwo Naukowe Nieruchomości, Olsztyn 2011, s. 74.

³ Międzynarodowe Standardy Wyceny 2007. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 2009.

⁴ The Appraisal of Real Estate. 13th ed. Appraisal Institute, Chicago, Illinois 2008, s. 287.

⁵ W literaturze krajowej można napotkać na odmienne tłumaczenie angielskiego terminu *highest and best use*.

⁶ Ibid., s. 381.

⁷ T. Ramian: Depreciation in the Appraisal..., op. cit., s. 77.

IDEALNE ULEPSZENIE	WYCENIANA NIERUCHOMOŚĆ W STANIE NOWYM 1	ZUŻYCIE	ZUŻYCIE
		WYCENIANA NIERUCHOMOŚĆ W STANIE NOWYM 2	WYCENIANA „STARA” NIERUCHOMOŚĆ 3

Rys. 1. Zużycie dla nieruchomości w stanie nowym

W przypadkach, kiedy przedmiotem wyceny jest nowa nieruchomość, która została zaprojektowana i wykonana według aktualnych wymogów strony popytowej na rynku, zazwyczaj stanowi ona optymalny sposób użytkowania i nie występuje w niej zużycie. Jej wartość rynkowa jest równa wartości idealnego ulepszenia (nieruchomość 1). Zdecydowanie rzadziej występują sytuacje, w których ze względu na błędy projektowe czy wykonawcze, nieruchomość w stanie nowym ma niższą wartość od idealnego ulepszenia (nieruchomość 2). Zużycie pogłębia się z upływem czasu, zarówno w samej nieruchomości, jak też w otoczeniu rynkowym, i z tego względu najczęściej przy wycenach nieruchomości o określonym wieku dokonuje się oszacowania wartości w stanie nowym, a następnie odjęcie oszacowanego zużycia.

Analiza optymalnego sposobu użytkowania pozwala jeszcze na stwierdzenie, w jaki sposób najlepiej wykorzystać istniejącą zabudowę na gruncie. Czy należy kontynuować istniejący sposób użytkowania, czy też zmienić, np. częściowo modyfikując ulepszenia lub całkowicie wyburzając istniejące ulepszenia i ponownie zagospodarowując grunt. Ponosząc koszty inwestor oczekuje, że zostaną one zrekompensowane poprzez przewidywany wzrost dochodów lub wzrost ceny sprzedaży. W każdym z trzech przypadków bada się efektywność ponoszonych nakładów, tzn. celowe są tylko te działania, w których wzrost wartości nieruchomości przewyższa poniesione koszty.

2. Przyczyny i sposoby określania zużycia nieruchomości

W literaturze amerykańskiej zużycie jest definiowane jako różnica pomiędzy wartością rynkową ulepszeń a ich zamortyzowanym kosztem odtworzenia lub zastąpienia w dacie wyceny⁸. Wyróżnia się trzy podstawowe przyczyny zużycia (utrąty wartości), które mogą występować samodzielnie lub w różnych konfiguracjach:

1. Degradacja fizyczna (*physical deterioration*) – wynikająca ze używania się w trakcie użytkowania, uszkodzeń, awarii itp.

⁸ The Appraisal of Real Estate, op. cit., s. 392.

2. Funkcjonalna przestarzałość (*functional obsolescence*) – wady konstrukcyjne, materiałowe, nienowoczesny wystrój, które zmniejszają funkcjonalność, użyteczność i wartość obiektów (niestandardowa wysokość pomieszczeń, rozkład pomieszczeń, korytarze itp.). „Utrata wartości spowodowana zmianą gustów, preferencji, standardów rynkowych i innowacjami technicznymi”⁹.
3. Przestarzałość zewnętrzna (*external obsolescence*) – okresowe lub trwałe pogorszenie użyteczności lub sprzedawalności zabudowy (lub nieruchomości) spowodowane negatywnym wpływem czynników zewnętrznych (np. niekorzystnych warunków rynkowych, negatywnych zmian w sąsiedztwie). Właściciel/użytkownik nieruchomości zazwyczaj nie ma na nie żadnego wpływu. Odnosi się ona do kwestii lokalizacyjnych i ekonomicznych¹⁰.

Suma wskazanych trzech elementów daje zużycie łączne.

W USA wyróżnia się trzy główne metody szacowania zużycia: ekstrakcji rynkowej, wskaźnika wieku („wiek – okres życia”) i metodę rozkładu¹¹. Metoda ekstrakcji rynkowej opiera się na analizie nieruchomości podobnych, które były przedmiotem obrotu rynkowego. Na podstawie danych i oszacowań (cena transakcyjna, wartość rynkowa gruntu, aktualne koszty zabudowy w stanie nowym) można określić zużycie kwotowo i procentowo. Zużycie oszacowane dla nieruchomości najbardziej podobnej przyjmuje się jako podstawę szacowania dla nieruchomości wycenianej. Jest to metoda prosta, prowadząca do oszacowania zużycia łącznego. W związku z tym, że opiera się na porównaniach rynkowych, posiada wszystkie zalety i wady podejścia porównawczego. Ma charakter rynkowy, ale warunkiem rzetelnego oszacowania jest występowanie odpowiedniej liczby podobnych nieruchomości. Im większe różnice pomiędzy nieruchomościami porównawczymi (cechy fizyczne, funkcjonalne i otoczenie), tym większe ryzyko błędnego szacunku.

W metodzie „wiek – okres życia” do oszacowania łącznego zużycia wykorzystuje się relację pomiędzy efektywnym wiekiem zabudowy wycenianej nieruchomości a przewidywanym całkowitym ekonomicznym okresem użytkowania dla nieruchomości podobnych. Ekonomiczny okres użytkowania (*economic life*) oznacza czas, w którym ulepszenia/zabudowa podnoszą wartość gruntu – przysparzają pewną dodatkową wartość. Czas ten jest krótszy niż okres użyteczności (*useful life*), czas, w którym ulepszenia mogą pełnić funkcje, dla których zostały wzniesione. Efektywny wiek zabudowy może być mniejszy od aktualnego wieku – liczonego od daty oddania do użytkowania do daty wyceny. Uwzględnia się

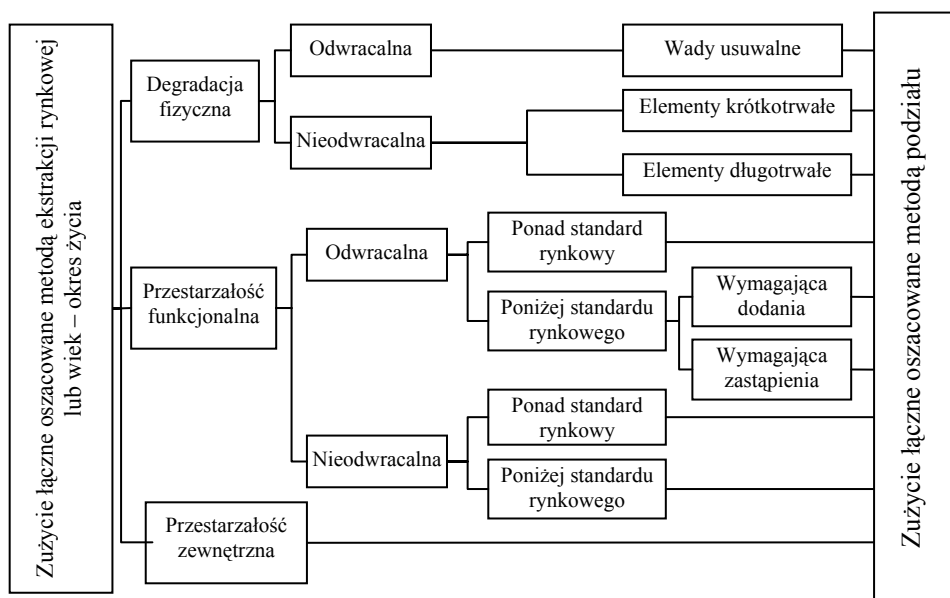
⁹ D.C. Ling, W.R. Archer: *Real Estate Principles. A Value Approach*. McGraw-Hill, Upper Saddle River 2010, s. 181.

¹⁰ T. Ramian: *Depreciation in the Appraisal...*, op. cit., s. 76-77.

¹¹ *Appraising Residential Properties*. Appraisal Institute, Chicago, Illionis 2007, s. 284.

bowiem poziom utrzymania obiektów, przeprowadzone remonty i modernizacje¹². Jest to bardzo prosta metoda szacowania zużycia łącznego – nie pozwala na odrębne oszacowanie zużycia fizycznego, funkcjonalnego i zewnętrznego. Zakłada, że każdy budynek zużywa się liniowo w okresie ekonomicznego użytkowania. Ponadto bazuje na danych rynkowych dotyczących nieruchomości podobnych – stąd ma takie same warunki stosowania (szczególnie podobieństwo nieruchomości).

Metoda rozkładu jest najbardziej skomplikowaną, analityczną procedurą pozwalającą na odrębne oszacowanie zużycia fizycznego, funkcjonalnego i zewnętrznego. Metoda ta jest stosowana w tych przypadkach, gdy występuje potrzeba odrębnego oszacowania poszczególnych rodzajów zużycia oraz tam, gdzie nie można zastosować ekstrakcji rynkowej czy wiek – okres życia. Zazwyczaj w sytuacji gdy w wycenianej nieruchomości występuje wiele różnorodnych form zużycia i nie ma możliwości znalezienia nieruchomości podobnych. Na rysunku 2 przedstawiono elementy metody rozkładu.



Rys. 2. Elementy składowe w metodzie podziału

Źródło: Na podstawie: The Appraisal of Real Estate. 13th ed. Appraisal Institute, Chicago, Illinois 2008.

¹² R. Żróbek: Teoretyczne i metodyczne aspekty określania wartości zużycia łącznego nieruchomości. Studia i Materiały, Towarzystwo Naukowe Nieruchomości, Olsztyn 2009; Appraising Residential Properties, op. cit.

Na rysunku 2 powiązania pomiędzy zużyciem łącznym, oszacowanym metodą ekstrakcji rynkowej lub „wiek – okres życia” a zużyciem łącznym oszacowanym metodą podziału oznacza, że każda metoda właściwie zastosowana powinna prowadzić do podobnego rezultatu. W praktyce występują różnice w wynikach uzyskanych przy zastosowaniu poszczególnych metod, co może oznaczać np. nieuwzględnienie jakiejś formy zużycia, zły dobór parametrów. Rzeczoznawcy przeprowadzają wnikliwą analizę parametrów oszacowań, co w efekcie powinno doprowadzić do wykrycia przyczyn otrzymania rozbieżnych wyników, a poznanie tych powodów zwiększa wiarygodność wyceny. Każda zastosowana metoda powinna odzwierciedlać reakcję poinformowanego i rozsądnego nabywcy na stan oraz jakość nieruchomości, a także stan rynku. Celem analizy zużycia jest zidentyfikowanie wszystkich występujących form zużycia nieruchomości, które są uznawane przez rynek jako obniżające wartość, a następnie oszacowanie kwoty tej obniżki.

Przy stosowaniu metody podziału wykorzystuje się kilka podstawowych technik obliczania poszczególnych rodzajów zużycia:

- oszacowanie kosztów naprawy – co ma zastosowanie przy odwracalnej degradacji fizycznej i odwracalnej funkcjonalnej przestarzałości,
- zastosowanie wskaźnika wieku do ekonomicznego okresu użytkowania – co jest wykorzystywane dla wszystkich rodzajów zużycia fizycznego (odwracalne, nieodwracalne, krótko- i długotrwałe),
- zastosowanie procedury określania zużycia funkcjonalnego – wszystkie rodzaje,
- analiza danych rynkowych (porównawcza) – wykorzystywana do szacowania zużycia funkcjonalnego spowodowanego występowaniem elementów ponad standardem rynkowym i poniżej standardu rynkowego, jak również zużycia zewnętrznego,
- kapitalizacja strat w dochodach lub wzrostu kosztów operacyjnych, co jest stosowane do szacowania nieodwracalnego zużycia funkcjonalnego i zużycia zewnętrznego¹³.

W kontekście przeprowadzonej analizy można stwierdzić, że pierwsze dwie metody (ekstrakcji rynkowej, wiek – okres życia) nie są przydatne przy wycenie specjalistycznych nieruchomości przemysłowych. Wynika to przede wszystkim z faktu, że opierają się one na porównaniach rynkowych, co wymaga dużej liczby transakcji i podobieństwa nieruchomości.

Przydatność metody rozkładu do szacowania zużycia przy wycenie nieruchomości specjalistycznych znajduje potwierdzenie w literaturze fachowej. M. Derbers twierdzi, że metoda ta, przy wykorzystaniu podstawowych sposobów kosztorysowania, będzie miała zastosowanie w wycenie dużych nieruchomości specjalnego przeznaczenia (kościół, szkoły, budynki publiczne), jak również specjalistycznych nieruchomości przemysłowych i ośrodków badaw-

¹³ Appraisal of Real Estate, op. cit., s. 424-425; R. Żróbek: Teoretyczne i metodyczne aspekty..., op. cit., s. 89-90.

czych¹⁴. Jednocześnie autor zwraca uwagę, że w przypadku starszych specjalistycznych nieruchomości przemysłowych mogą wystąpić szczególne, nietypowe czynniki zużycia funkcjonalnego i zmiany preferencji potencjalnych nabywców.

3. Problemy w określaniu zużycia specjalistycznych nieruchomości przemysłowych

W przypadku specjalistycznych zespołów aktywów często występujących w strukturze nieruchomości przemysłowych pojawia się kilka problemów, na które trzeba zwrócić uwagę przy szacowaniu zużycia¹⁵. Po pierwsze jest to problem unikalnej struktury, zbudowanej zgodnie z indywidualnymi wymaganiami właściciela. W związku z tym rzadko udaje się znaleźć nieruchomości substytucyjne¹⁶. Na wartość tych aktywów wpływają szczególne czynniki wewnętrzne, jak unikatowa technologia, specyfikacja techniczna, sposób użytkowania i utrzymywania przez właściciela. Na wartość takich nieruchomości wpływają też szczególne czynniki zewnętrzne, jak popyt i podaż wytwarzanych produktów, ceny podstawowych surowców, regulacje środowiskowe i inne, które wpływają na ekonomikę zakładu produkcyjnego. Zużycie zewnętrzne w takich przypadkach będzie tym wyższe im trudniejsza jest zmiana funkcji nieruchomości i w im bardziej schyłkowym segmencie rynku działa przedsiębiorstwo¹⁷.

Wartość zużycia nieruchomości zależy od optymalnego sposobu użytkowania w dacie wyceny¹⁸. Dla niektórych specjalistycznych nieruchomości przemysłowych można zakładać dalsze funkcjonowanie w niezmienionym istotnie zakresie, dla innych zmiany warunków rynkowych powodują, że mogą wymagać alternatywnego sposobu użytkowania. Taka zmiana może spowodować, że niektóre komponenty, dla potencjalnych nabywców nie będą przydatne, co oznacza wystąpienie ukrytego zużycia funkcjonalnego¹⁹.

¹⁴ M.J. Derbes: Accrued Depreciation Redefined and Recorded. „The Appraisal Journal” 1998, Vol. 66(2), s. 143.

¹⁵ T. Ramian: Depreciation in the Appraisal..., op. cit., s. 80.

¹⁶ R.K. Ellsworth: Estimating Depreciation for Infrequently Transacted Assets. „The Appraisal Journal” 2000, Vol. 68(1), s. 35.

¹⁷ J. Kowalczyk: Wycena nieruchomości przedsiębiorstw. C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 116-117; T. Ramian: Koncepcja optymalnego sposobu użytkowania w wycenie nieruchomości. W: Zarządzanie finansami. Tom 1. Red. D. Zanecki. Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2009; Idem: Ryzyko w wycenie specjalistycznych nieruchomości przemysłowych. W: Ryzyko w działalności inwestycyjnej – aspekty teoretyczne i praktyczne. Tom 2. Red. H. Henzel. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2009.

¹⁸ M.J. Derbes: Non-Comparable Industrial Sales. „The Appraisal Journal” 2002, Vol. 70(1); J.M. Lipscomb: Second-Generation Industrial Buildings: Value Determinants. „The Appraisal Journal” 2002, Vol. 70(3); J.H. Finch: Highest and Best Use and the Special Purpose Property. „The Appraisal Journal” 1996, Vol. 64(2).

¹⁹ D.P. Rothermich: Special-Design Properties: Identifying Me „Market” in Market Value. „The Appraisal Journal” 1998, Vol. 66(4), s. 412.

W przypadku specjalistycznych nieruchomości przemysłowych czynnikiem potencjalnego zużycia ogólnego (łącznego) może być skomplikowana struktura i wzajemne powiązania pomiędzy poszczególnymi elementami zabudowy. Może być to określony układ podporządkowany technologii, gdzie cały proces wytwórczy jest ułożony w zorganizowany sposób, od zaopatrzenia poprzez produkcję do wysyłki towarów. Modernizacja w jednym elemencie może pociągać za sobą konieczność dostosowania pozostałych obiektów²⁰.

W przypadku wycen, zwłaszcza starszych specjalistycznych nieruchomości przemysłowych, dużego znaczenia nabiera właściwy dobór substytutów do oszacowania kosztu zastąpienia. Dotyczy to nieruchomości w całości, ale odnosi się też do głównych elementów całej technologii, szczególnie w kontekście zastrzegających się przepisów ochrony środowiska. Na przykład dla starej elektrowni węglowej o określonych parametrach właściwym współczesnym odpowiednikiem może być instalacja gazowa, a nie nowa węglowa (przy określonych kosztach budowy i wyśrubowanych wymaganiach środowiskowych). Przykład ten ilustruje fakt, że w przypadku szacowania kosztów i zużycia specjalistycznych nieruchomości przemysłowych może być potrzebna gruntowna wiedza inżynierska, a także znajomość uwarunkowań rynkowych danej branży.

Ze zużyciem specjalistycznych nieruchomości przemysłowych wiąże się jeszcze jeden problem, a mianowicie zanieczyszczeń (skażeń) nieruchomości przemysłowych jako skutku prowadzonej działalności, które mogą być widoczne lub ukryte, stąd mogą potencjalnie wystąpić w przyszłości. Występujące skażenie może dotyczyć samego gruntu, powodując jego zużycie (np. koszty rekultywacji, dodatkowe wydatki operacyjne, odszkodowania itp.). Występowanie ryzyka związanego ze skażeniami często powoduje, że inwestorzy, którzy zamierzali realizować przedsięwzięcie na tanich gruntach poprzemysłowych, wycofują się ze swoich zamierzeń²¹.

4. Zużycie nieruchomości w krajowych i międzynarodowych standardach wyceny

W krajowych standardach zawodowych rzeczoznawców majątkowych zużycie jest elementem definicji i interpretacji wartości odtworzeniowej²². Szczegółowo problematyka zużycia nieruchomości zawarta jest w NI 3. Zastosowanie

²⁰ M.J. Derbes: *Accrued Depreciation...*, op. cit., s. 142.

²¹ T. Ramian: *Depreciation in the Appraisal...*, op. cit., s. 81.

²² Standard KSWP1 „Wartość rynkowa i wartość odtworzeniowa”, Nota Interpretacyjna nr 3. NI 3. „Zastosowanie podejścia kosztowego w wycenie nieruchomości” (projekt w fazie konsultacji). Powszechne Krajowe Zasoby Wyceny 2008. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 2008, www.pfva.com.pl.

podejścia kosztowego w wycenie nieruchomości²³. Nadal stosowany jest „stary” Standard III.4 Zasady ustalania zużycia²⁴.

W międzynarodowych standardach wyceny problematyka zużycia nieruchomości specjalistycznych została opisana we wskazówkach interpretacyjnych WI 8. Obecnie zostały wydane nowe i istotnie zmienione IVS 2011, które będą w najbliższym czasie tłumaczone na język polski. Co ważne, poprzednie WI 8 zostały wyłączone ze standardów, a ich treść zastąpiona Technical Information Paper 2 – Depreciated Replacement Cost. Jest to zabieg głównie o charakterze technicznym i wynika z przyjętej polityki uproszczenia i uporządkowania MSW. W sensie merytorycznym TIP 2 ma dotyczyć wszystkich celów wyceny, a nie tylko wyceny dla potrzeb sprawozdawczości finansowej. Ponadto zużycie zewnętrzne zostało zastąpione terminem zużycie ekonomiczne.

W tabeli 2 zaprezentowano porównanie ujmowania zużycia nieruchomości w świetle regulacji polskich i międzynarodowych standardów wyceny.

Tabela 2

Porównanie podstawowych elementów zużycia w Polsce z regulacjami
Międzynarodowych Standardów Wyceny

Element	Standard III.4	PKZW NI 3	MSW 2007 WI.8	IVS 2011 – Technical Information Paper 2
Definicja zużycia	utrata wartości nieruchomości	utrata cech użytkowych nieruchomości	utrata wartości	utrata wartości
Rodzaje (źródła) zużycia	techniczne (fizyczne) – funkcjonalne (użytkowe) środowiskowe	fizyczne funkcjonalne zewnętrzne	fizyczne – funkcjonalne (techniczne) zewnętrzne	fizyczne funkcjonalne ekonomiczne
Sposoby szacowania	Brak szczegółowych procedur. Procent zużycia, nakłady finansowe, pozostały okres użytkowania, zmniejszenie dochodowości	Wszystkie dopuszczalne; przykładowe formuły i procedury. Koszty, wskaźniki wieku, utrata dochodu, wartość	Wszystkie dopuszczalne; brak szczegółowych procedur. Porównawcze dane rynkowe: koszty, dochody, wartość, wiek	wszystkie dopuszczalne
Nieruchomości specjalistyczne	standard uniwersalny	standard uniwersalny	dotyczy nieruchomości specjalistycznych	aktywa specjalistyczne

²³ Nota Interpretacyjna Nr 3. NI 3, 2009.

²⁴ Standardy Zawodowe Rzeczników Majątkowych. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczników Majątkowych, Warszawa 1995.

W zakresie metod szacowania zużycia ogólna podstawa jest podobna, tzn. szacowanie opiera się na analizie kosztów, strat w dochodach, porównywaniu wartości nieruchomości, wieku i okresie użytkowania.

Wnioski

1. Istotnym elementem przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych na obszarze nieruchomości specjalistycznych jest wartość rynkowa i zużycie nieruchomości.
2. Oszacowanie zużycia specjalistycznych nieruchomości przemysłowych wymaga określenia ich optymalnego sposobu użytkowania, co jest potrzebne zarówno do określenia idealnego ulepszenia wycenianego gruntu w danych warunkach rynkowych, jak i do wybrania nieruchomości podobnych. Dotyczy to stosowania każdego podejścia do wyceny. Określenie optymalnego sposobu użytkowania może też doprowadzić do ujawnienia ukrytych rodzajów (źródeł) zużycia – fizycznego, funkcjonalnego i zewnętrznego.
3. W przypadku specjalistycznych nieruchomości przemysłowych występują specyficzne elementy zużycia zewnętrznego, które dotyczą nie tylko zmian na rynku nieruchomości, ale zmian w branży, w której funkcjonuje przedsiębiorstwo użytkujące daną nieruchomość specjalistyczną. Powoduje to, że wycena i szacowanie zużycia takich nieruchomości wymaga znajomości rynku przedsiębiorstw.
4. Do oszacowania zużycia specjalistycznych nieruchomości przemysłowych mało przydatne są proste metody opierające się na porównaniach rynkowych (ze względu na skomplikowaną strukturę trudno zachować porównywalność). Ponadto transakcje takimi nieruchomościami są nieliczne i dodatkowe ceny transakcyjne dotyczą też elementów przedsiębiorstwa. Spośród przeanalizowanych, najwłaściwszą procedurą do szacowania zużycia nieruchomości jest metoda podziału – która obejmuje wiele procedur szczegółowych uwzględniających kosztorysowanie, szacowanie utraconych dochodów, porównania rynkowe. Projekt nowego krajowego standardu zawiera zalecenia zgodne z tą metodą.
5. Krajowe standardy wyceny ewoluują wraz z rozwojem rynku nieruchomości. PKZW NI 3 zawiera rozwiązania spójne ze współczesną wiedzą metodyczną i standardami międzynarodowymi.

THE ISSUE OF DEPRECIATION IN THE VALUATION OF SPECIALIZED INDUSTRIAL REAL ESTATE

Summary

In the decision making process on the real estate market investors use the various categories of value. In regard to the valuation of specialized industrial real estate, which are unique and heterogeneous, and the market with few transactions, often the cost approach is used.

One of the most important issue affecting the reliability of the result is the proper assessment of real estate depreciation. In valuation of specialized industrial properties there are specific types of depreciation, due to negative environmental impact, potential contamination. Depreciation relates not only to real estate market, but also to sector in which company operates.

The key role in identifying depreciation plays analysis of the highest and best use. This paper describes the basic types of depreciation relating to special-use real estates, described in the theory, Polish and international valuation standards. Basic methods of real estate depreciation assessment has been also presented.

SPOŁECZNO-EKONOMICZNE KONSEKWENCJE PROCESU REWITALIZACJI

Wprowadzenie

Polskie miasta podlegają obecnie intensywnej suburbanizacji, prowadzącej do upadku ich części centralnych. Z tego powodu programy rewitalizacji obejmują najczęściej centra miast. Podnoszenie w wyniku procesu rewitalizacji wartości dzielnic centralnych następuje m.in. poprzez zachęcanie grup społecznych należących do klasy średniej do ponownego zamieszkania w centrum. Z kolei nieuchronną konsekwencją powrotu zamożniejszych grup społecznych z przedmieść do centrum będzie wypieranie z niego dotychczasowych, gorzej sytuowanych mieszkańców do innych obszarów. Naturalną konsekwencją procesu rewitalizacji jest zatem segregacja i pogłębienie podziałów społecznych w przestrzeni poddanej procesowi rewitalizacji.

Celem artykułu jest charakterystyka konsekwencji rewitalizacji w skali dzielnic miast w postaci procesu przemian społeczno-ekonomicznych, określanego mianem gentryfikacji, oraz zwrócenie uwagi na to, że podnoszenie standardu zabudowy i zmiana struktury społeczności lokalnej mogą pociągać za sobą konflikty społeczne niejednokrotnie utrudniające wdrożenie programu gentryfikacji.

1. Istota rewitalizacji

Rewitalizacja obejmuje kompleksowe działania podejmowane w obszarach miast, starych dzielnicach i na obszarach wybranych, wiążące remonty, modernizację i rewaloryzację z działaniami zmierzającymi do ożywienia społeczno-gospodarczego¹.

Podejmowane działania mają doprowadzić do ponownego zainwestowania na określonej przestrzeni oraz do odzyskania utraconej przestrzeni, przez co wzrasta konkurencyjność miasta². Proces ten jest elementem rozwoju społecznego miasta i dlatego w tym kontekście działania rewitalizacyjne są związane z potrzebą odnowy dużej części zasobów mieszkaniowych, zarówno w centrum mia-

¹ K.M. Skalski: O budowie systemu rewitalizacji dawnych dzielnic miejskich. KIN, Kraków 1996, s. 16.

² M. Turała: Instrumenty finansowe procesu rewitalizacji miast. „Problemy Zarządzania” 2005, nr 4, s. 110.

sta, dzielnicach śródmiejskich, jak i dawnych dzielnicach mieszkaniowych, zlokalizowanych poza ścisłym obrębem centrum oraz podjęciem wielu czynności zmierzających do włączenia w te działania mieszkańców rewitalizowanego obszaru, np. poprzez wdrożenie programu wspierania przedsiębiorczości. Ważnymi elementami wzrostu atrakcyjności miasta, do którego powinna doprowadzić rewitalizacja, są ochrona dziedzictwa kulturowego i środowiska. Inwestycje rewitalizacyjne powinny stanowić element zrównoważonego rozwoju, w którym uwzględnia się czynniki społeczne, ekonomiczne i ekologiczne, a także gwarantuje stabilność oraz trwałość rozwoju miasta. Mają one służyć zaspokajaniu potrzeb obecnie żyjącej generacji, a jednocześnie uwzględniać aspiracje przyszłych pokoleń. W praktyce inwestowania w projekty rewitalizacyjne musi być spełnionych kilka warunków, a mianowicie: wzmocnienie samorządności mieszkańców, m.in. w celu pokonania barier społecznych, uwzględnienie w strategii rozwoju lokalnego miasta wartości środowiska oraz racjonalne wykorzystanie zasobów, także przez pryzmat stanu dziedzictwa kulturowego i historycznego.

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 poprzez fizyczną odbudowę budynków i poprawę warunków bytowych mieszkańców bądź też wyburzenie budynków, które nie spełniają odpowiednich standardów mieszkaniowych³ bądź wprowadzenie w określony obszar lub jego fragment nowej jakości, w wyniku nowych inwestycji⁴. Biorąc pod uwagę, że działania te nie są z reguły kontynuowane oraz nie obejmują pozostałych, wadliwie funkcjonujących aspektów życia, są one mało skuteczne i trudno je nazwać kompleksowymi procesami, które zmierzają do ożywienia obszarów zdegradowanych.

Nie zawsze efekty rewitalizacji miasta są takie, jak zaplanowano. Głównymi beneficjentami korzyści z ożywienia dzielnicy powinni być mieszkańcy danego obszaru, ale w wielu przypadkach oni czerpią najmniejsze korzyści bądź w ogóle nie czerpią żadnych. Odnowienie osiedla mieszkaniowego przy jednoczesnym braku nowych miejsc pracy nie przyczynia się bowiem do rozwiązania problemów społecznych. Prowadzone działania architektoniczne i urbanistyczne mogą spotkać się ze sprzeciwem mieszkańców, jeżeli wcześniej nie zostały z nimi

³ K. Gorczyca: Obiekty mieszkaniowe i gentryfikacja. W: Rewitalizacja miast polskich. Tom I. Rewitalizacja miast w Wielkiej Brytanii. Red. R. Guzik. Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2009, s. 112, za: N. Bailey, D. Robertson: Housing Renewal, Urban Policy and Gentrification. „Urban Studiem” 1997, 34, 4, s. 561-578.

⁴ 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.

skonsultowane i dlatego należy podkreślić potrzebę prowadzenia spotkań informacyjnych o projektach, planach, pomysłach i koncepcjach rewitalizacyjnych czy też badań ankietowych wśród społeczności lokalnej, która w ten sposób mogłaby wyrazić swoje opinie. Przekazywane informacje muszą być w pełni zrozumiałe, docierać na czas i zachęcać do współdziałania.

W procesie rewitalizacji lokalne władze samorządowe są często postawione wobec konieczności wyboru wzajemnie wykluczających się celów rewitalizacji. Z jednej strony jest to podnoszenie wartości dzielnic centralnych, m.in. poprzez zachęcanie grup społecznych należących do klasy średniej do ponownego zamieszkania w centrum. W ten bowiem sposób centrum odzyskałoby zamożniejszą grupę podatników i klientów⁵. Z drugiej strony nieuchronną konsekwencją powrotu zamożniejszych grup społecznych z przedmieść do centrum będzie wypieranie z centrum dotychczasowych, ubogich mieszkańców⁶.

W literaturze przedmiotu mówi się o dwóch konkurencyjnych rodzajach rewitalizacji⁷. Pierwszy, implantacyjny (dosłownie wszczepienny) polega na wprowadzaniu, poprzez adaptację i modernizację istniejącej zabudowy oraz wznoszenie nowych obiektów, nowych funkcji do określonego fragmentu miasta. Decyzje w tym zakresie są podejmowane „na wyższych szczeblach zarządzania”. Nie są one konsultowane z lokalną społecznością zamieszkującą do tej pory zdegradowany teren. Ulepszona jakościowo przestrzeń urbanistyczna jest przeznaczona dla nowych użytkowników, którzy przyjdą do niej z zewnątrz, by ją zasiedlić lub w niej pracować. Głównymi beneficjentami dokonujących się przeobrażeń będą nowi użytkownicy, natomiast rdzenna ludność w jej następstwie ulegnie wtórnej marginalizacji. W rezultacie dochodzi do gentryfikacji tego obszaru, tzw. zmiany składu społecznego jego mieszkańców lub użytkowników⁸.

Drugi rodzaj rewitalizacji, nazywany jest integracyjnym albo partycypacyjnym. Polega on na włączeniu społeczności lokalnej w proces planowania, projektowania, decydowania i realizowania przekształceń w obszarze jej dzielnicy

⁵ J. Słodczyk: *Przestrzeń miasta i jej przeobrażenia*. Wydawnictwo Uniwersytetu Opolskiego, Opole 2003, s. 52.

⁶ M. Zięba: *Proces rewitalizacji a rewaluacja dzielnic miejskich – zarys problemu*. Prace naukowe z zakresu ekonomiki nieruchomości. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 2006, s. 189.

⁷ A. Lipski: *Wymiary degradacji kultury przemysłowej w regionie Górnego Śląska*. W: *Rewitalizacja obszarów wykluczenia społecznego w miastach śląskich*. Red. D. Kotlarz. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2008, s. 92; S. Kaczmarek: *Rewitalizacja terenów poprzemysłowych. Nowy wymiar w rozwoju miast*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2001, s. 27; S. Kaczmarek: *Tereny poprzemysłowe w miastach – problemy czy wyzwanie?* W: *Przemiany struktury przestrzennej miast w sferze funkcjonalnej i społecznej*. Red. J. Słodczyk. Wydawnictwo Uniwersytetu Opolskiego, Opole 2004, s. 157.

⁸ A. Lipski: *Wymiary degradacji...*, s. 92

czy osiedla⁹. W tym przypadku rewitalizacja to: „[...] proces znacznie bardziej społeczny niż ekonomiczny [...]. Wymaga on uwzględnienia tradycji historycznej i dziedzictwa kulturowego miejsca poprzez zachowanie jego tożsamości”¹⁰. W praktyce rewitalizacja integracyjna napotyka na poważne bariery w jej stosowaniu, do których zaliczono m.in.: bariery języka i kultury, trudność wyjścia z domu na publiczne zebranie oraz wyjścia poza stereotypowe myślenie, sceptycyzm sprowadzający się do myślenia, że i tak sprawy są z góry przesądzone¹¹.

W przypadku rewitalizacji integracyjnej przyjmuje się założenie, że miasto to system działań ludzi, którzy je budują, użytkują, ale także przekształcają. Elementami tego systemu są: mieszkańcy i przybysze-użytkownicy, samorząd lokalny i administracja, przedsiębiorcy oraz organizacje i stowarzyszenia.

2. Istota gentryfikacji

Pojęcie rewitalizacji jest nadrzędne w stosunku do gentryfikacji (*gentrification* – uszlachetnienie, uszlachcenie), która jest pojęciem wywodzącym się z literatury anglojęzycznej, nawiązującym do potrzeby posiadania przez angielską szlachtę domu w mieście poza wiejską posiadłością, początkowo mającym nieco ironiczny podtekst.

Po raz pierwszy pojęcie *gentrification* zostało użyte w 1964 r. na określenie procesu polegającego na stopniowym przejmowaniu kolejnych fragmentów centrum Londynu przez przedstawicieli klasy średniej i przekształceniu podupadłych domów w ekskluzywne rezydencje¹² przez brytyjską socjolog R. Glass. Wyszczególniła ona następujące cechy tego procesu: kompleksową poprawę na gentryfikowanym obszarze stanu substancji mieszkaniowej, przechodzenie od najmu do własności prywatnej użytkownika, wzrost cen gruntów i budynków oraz wymianę klasową, wysiedlenie ludności uboższej i napływ dobrze sytuowanej ludności¹³.

Wydźwięk zaproponowanej przez R. Glass nazwy procesu transformacji struktury społecznej w centralnych dzielnicach miast był pejoratywny z uwagi na obawę przed wykluczeniem śródmiejskich mieszkań z rynku dostępnego dla większości mieszkańców miasta¹⁴.

⁹ Ibid.

¹⁰ S. Karczmarek: Tereny przemysłowe..., op. cit., s. 161.

¹¹ A. Lipski: Wymiary degradacji..., s. 93.

¹² A. Jadach-Sepiolo: Gentryfikacja miast. „Problemy Rozwoju Miast” 2007, nr 3, s. 67.

¹³ R. Glass: London: Aspects of Change. MacGibbon&Knee, Londyn 1964, s. 18; A. Jadach-Sepiolo: Gentryfikacja miast, op. cit, s. 66; In Centre for Urban Studies (ed.). MacGibbon&Knee, Londyn 1964, za: M. Zięba: Proces rewitalizacji..., op. cit., s. 186.

¹⁴ A. Jadach-Sepiolo: Gentryfikacja miast, op. cit, s. 67.

„Gentryfikacja jest przejawem społecznego i przestrzennego przejścia ze stadium industrialnego do postindustrialnego, opartego na przewadze handlu, finansów i usług oraz trwałych zmian w lokalizacji miejsc pracy, w strukturze zatrudnienia, zarobków i wydatków, jak również zmiana stylu życia i stosunku do obszarów śródmiejskich”¹⁵.

W przypadku postindustrialnych metropolii krajów wysokorozwiniętych można mówić o trzech falach gentryfikacji¹⁶. Pierwsza fala gentryfikacji wystąpiła w latach 70. XX w., druga – na początku lat 80. XX w. Po recesji z początkiem lat 90. XX w., wraz z boomem gospodarczym spowodowanym rozwojem telekomunikacji i informatyki, wystąpiła trzecia fala gentryfikacji. Wówczas na rynku nieruchomości pojawiła się grupa konsumentów, którzy byli skłonni ponieść wysokie wydatki w celu zdobycia apartamentów w dzielnicach, w których w latach 70. XX w. lub na początku 80. XX w. nastąpił proces gentryfikacji, przez co obszary te zdążyły zdobyć uznanie i prestiż. Zaczęli więc oni przejmować od gentryfikatorów pierwszej i drugiej fali (*early-stage and second-wave gentrifiers*), nieruchomości. Procesy te zaczęto określać mianem supergentryfikacji, regentryfikacji lub gentryfikacji trzeciej fali (*third-wave gentrification*), natomiast o procesie „finansyfikacji” (*financification*) można mówić w przypadku dzielnic, w których główną rolę w odkupie nieruchomości odgrywali finansisci.

W gentryfikację zaangażowane są dwa podstawowe typy podmiotów: pionierzy oraz gentryfikatorzy¹⁷.

Pionierzy (*urban pioneers*) to ludzie, którzy „[...] są skłonni ryzykować swoje bezpieczeństwo i oszczędności, aby przekształcić zniszczone i niesprzyjające środowisko miejskie w miejsce przyjazne mieszkańcom”¹⁸. Są to najczęściej artyści i studenci.

Drugi podstawowy podmiot to tzw. gentryfikatorzy (*gentrifiers*)¹⁹, będący najczęściej członkami jedno- lub dwuosobowych gospodarstw domowych, zajmujący wysokie stanowiska, osiągający wysokie zarobki (*yuppies – Young Urban Professional*)²⁰, dla których dom na przedmieściu nie jest już wyznacznikiem statusu, o który chcieliby się ubiegać. Dużo atrakcyjniejszy jest dla nich stały dostęp do klubów, restauracji, kin, muzeów i teatrów. W wyniku osiedlania

¹⁵ C. Hamnett: *Gentrification and the Middle-Class Remaking of Inner Londyn, 1961-2001*. „Urban Studies” 2003, Vol. 40, (12), s. 2401-2426.

¹⁶ A. Jadach-Sepiolo: *Gentryfikacja miast*, op. cit., s. 68.

¹⁷ R.A. Beauregard: *Chaos and Complexity of Gentrification*. W: *Gentrification of City*. N. Smith, P. Williams (ed.). Allen and Unwin, London 1986, s. 36, za: A. Jadach-Sepiolo: *Gentryfikacja w kontekście rewitalizacji*. W: *Demograficzne i społeczne uwarunkowania rewitalizacji miast w Polsce*. Red A. Zborowski. Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2009, s. 131.

¹⁸ A. Jadach-Sepiolo: *Gentryfikacja w kontekście rewitalizacji...*, op. cit., s. 131.

¹⁹ Ibid., s. 131.

²⁰ Odpowiednik klasy metropolitalnej.

się w zaniedbanej dzielnicy śródmiejskiej młodych, bezdzietnych, wysoko wykwalifikowanych i dobrze zarabiających ludzi wspinających się po kolejnych szczeblach kariery zawodowej i ceniących życie w coraz większych luksusach, następuje jej metamorfoza w nową prestiżową dzielnicę mieszkalno-usługową, co równocześnie doprowadza do wyparcia z dzielnicy jej dotychczasowych, gorzej sytuowanych mieszkańców. Ten proces jest szczególnie widoczny w dużych miastach, w których mają swoją siedzibę międzynarodowe koncerny oraz centra finansowo-gospodarcze.

Wśród beneficjentów gentryfikacji należy wymienić: napływającą do centrów miast ludność, przedsiębiorców budowlanych, władze lokalne odnotowujące większe wpływy budżetowe oraz spekulantów na rynku mieszkaniowym, natomiast „przegranymi” w tym procesie są byli mieszkańcy zmuszeni do wyprowadzenia się z dzielnicy śródmiejskiej²¹.

Istnieją dwie teorie wyjaśniające przyczyny procesu gentryfikacji²². W pierwszej, która jest związana z aspektem podażowym, położono nacisk na czynniki ekonomiczne, w szczególności relacje pomiędzy przepływami kapitału z przedmieść do centrum miasta. W drugiej, uwzględniającej czynniki znajdujące się po stronie popytu, skoncentrowano się na ludziach – reprezentantach post-industrialnego społeczeństwa jako podmiotach (*gentrifiers*) inicjujących proces.

Główna typologia procesu gentryfikacji wyodrębnia cztery jej rodzaje: gentryfikację sensu stricto („yuppifikacja”), częściową gentryfikację (*marginal gentrification*), modernizację (*upgrading*) oraz długoterminową modernizację (*incumbent upgrading*)²³.

Gentryfikacja sensu stricto to inaczej tzw. yuppifikacja, polegająca na zmianie charakteru dzielnicy poprzez wyparcie z niej ludzi uboższych przez młodych finansistów i specjalistów w zakresie zaawansowanych technologii (najczęściej jeszcze bez własnych rodzin). Częściowa gentryfikacja (*marginal gentrification*) polega na zmianie charakteru dzielnicy poprzez wyparcie z niej ludzi uboższych przez przedstawicieli klasy średniej, przede wszystkim inteligencję, raczej bardzo zamożną, ale dbającą o kulturę. Trzeci typ to zwykła modernizacja (*upgrading*), zwłaszcza na obszarach o zabudowie zabytkowej, oraz zmiana najemców, najczęściej bezkonfliktowa, wraz z wymianą pokoleniową. Ostatni typ gentryfikacji (*incumbent upgrading*) przynosi niewielką rotację ludności dzielnicy lub nie przynosi jej wcale, jest to bowiem realizowana przez długoterminowych najemców modernizacja.

²¹ A. Polko: Miejski rynek mieszkaniowy i efekty sąsiedztwa. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2005, s. 96.

²² Ibid., s. 95; M. Zięba: Proces rewitalizacji..., op. cit., s. 189, 191.

²³ A. Jadach-Sepiolo: Gentryfikacja miast, op. cit., s. 68.

Najbardziej odporne na procesy genetryfikacji są osiedla z przewagą mieszkań socjalnych, komunalnych o niskim standardzie mieszkaniowym.

Analizując wpływ gentryfikacji na rewitalizowane dzielnice oraz ich mieszkańców, należy mówić zarówno o pozytywnych efektach tego procesu, jak i negatywnym oddziaływaniu gentryfikacji na tereny mieszkalne. Zestawienie pozytywnych i negatywnych skutków gentryfikacji, dokonane na podstawie opracowań autorstwa K. Gorczycy oraz M. Zięby²⁴, przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1

Pozytywne i negatywne skutki procesów gentryfikacji

Pozytywne skutki procesu gentryfikacji	Negatywne skutki procesu gentryfikacji
odnowienie kamienic przeprowadzone z udziałem finansowania zewnętrznego oraz właścicieli kamienic	segregacja przestrzenna, gromadzenie uboższych grup społecznych w zdegradowanych lub gorszych dzielnicach
przywrócenie wartości dekapitalizowanym, zdegradowanym społecznie i ekonomicznie centralnym dzielnicom miast	konflikty wewnętrzne społeczności lokalnych
wzrost wartości nieruchomości	utrata zróżnicowania społecznego mieszkańców
ograniczenie procesów „rozlewania się miasta”	zerwanie silnych więzi społecznych istniejących w obrębie małych społeczności, sąsiedztw
ograniczenie liczby pustostanów	wzrost cen usług na lokalnym rynku
wzrost dochodów gmin wynikający z podatków lokalnych	przeniesienie działalności przemysłowej i handlowej poza obszar objęty rewitalizacją
spadek przestępczości	zmniejszenie bezpieczeństwa
	wzrost cen nieruchomości i zagrożenie spekulacją nieruchomości

Źródło: K. Gorczyca: Obiekty mieszkaniowe i gentryfikacja. W: Rewitalizacja miast polskich. Tom I. Rewitalizacja miast w Wielkiej Brytanii. Red. R. Guzik. Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2009, s. 114; M. Zięba: Proces rewitalizacji a rewaluacja dzielnic miejskich – zarys problemu. Prace naukowe z zakresu ekonomiki nieruchomości. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 2006, s. 184, 191.

Wyczerpujący katalog pozytywnych i negatywnych skutków procesu gentryfikacji, na podstawie opracowania R. Atkinsona, zaproponowała A. Jadach-Sepiolo²⁵.

²⁴ K. Gorczyca: Obiekty mieszkaniowe..., op. cit., s. 114; M. Zięba: Proces rewitalizacji..., op. cit., s. 184, 191

²⁵ R. Atkinson: The Evidence on the Impact of Gentrification: New Lessons for the Urban Renaissance? „European Journal of Housing Policy” 2004, Vol. 4, (1), s. 112, za: A. Jadach-Sepiolo: Gentryfikacja miast, op. cit., s. 73.

Wnioski

W większości przypadków obszary poddane rewitalizacji zyskują w wymiarze przestrzennym nowe wartości i dzięki niej podlegają pozytywnym zmianom, ale w kontekście społecznym rewitalizacja pogłębia rozwarstwienie i nierówność, tworząc tzw. obszary wykluczenia społecznego. Przekształcenie substancji materialnej jest znacznie prostsze niż „wymiana” lokalnej społeczności, która z uwagi na rozbieżne interesy każdej z grup oraz ich oczekiwania w zakresie efektów procesu przekształceń rodzi naturalne konflikty między „tubylcami” i „przybyszami”. Pozytywne efekty rewitalizacji zależą więc w dużej mierze od rozmiaru i zasięgu działań gentryfikacyjnych.

Jednym z działań zapobiegających społecznym podziałom miasta na ekskluzywne obszary dla „obcych” i zaniedbane dla „tubylców” powinno być na przykład wprowadzenie na rewitalizowany teren mieszkań o różnym standardzie, także mieszkań komunalnych.

SOCIO-ECONOMICAL RESULTS OF REVITALIZATION

Summary

The objective of this article is the description of the revitalization consequences from the perspective of neighbourhoods undergoing socio-economic changes called gentrification as well as emphasizing the fact, that improving the infrastructure standards and changing the social structure of local communities may frequently obstruct gentrification programme implementation.

WSPOMNIENIE O PROFESORZE HENRYKU WALICY



Zdjęcie udostępnione ze zbiorów WSB w Dąbrowie Górniczej,
wykonane ok. 2000 r. w czasie pełnienia przez Profesora Walicę
funkcji Rektora tej Uczelni

W maju tego roku minęła już trzecia rocznica śmierci śp. Henryka Walicy. To dobry moment na krótkie wspomnienie o naszym Profesorze, koledze i przyjacielu.

Profesor Henryk Walica, urodzony 22 stycznia 1934 r. w Jastrzębiu-Zdroju, cieszył się wielkim uznaniem i szacunkiem nie tylko jako naukowiec, ale przede wszystkim jako Człowiek o wysokim autorytecie moralnym, wychowawca i przyjaciel wielu pokoleń polskich ekonomistów. W okresie swojej aktywności naukowo-badawczej był związany z kilkoma instytucjami i środowiskami naukowymi. Profesor Walica został absolwentem naszego Uniwersytetu (ówczesnej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Katowicach) w roku 1958. Po studiach pracował w jednostkach badawczych związanych z sektorem budownictwa, w latach 1958-1971 znalazł zatrudnienie w Instytucie Organizacji i Mechanizacji Budownictwa. Równocześnie podtrzymywał więź z Uczelnią i przygotowywał rozprawę doktorską, którą obronił w 1971 roku. Do roku 1974 pracował w Insty-

tucie Przemysłu Wiążących Materiałów Budowlanych, po czym powrócił na uczelnię jako docent. Uczestniczył w licznych przedsięwzięciach dydaktycznych, naukowych i organizacyjnych. Specjalizował się w zagadnieniach związanych z organizacją przedsiębiorstw budowlanych i inwestycjami. Doświadczenia te pozwoliły mu ukończyć w 1993 r. rozprawę habilitacyjną, pt. „Integracja wykonawców przedsięwzięć inwestycyjnych”. Na początku lat 90. ubiegłego wieku, w okresie transformacji ustrojowej, wraz z innymi pracownikami Katedry Inwestycji kładł podwaliny pod nowoczesne wolnorynkowe metody oceny opłacalności projektów inwestycyjnych, a także ogólnie pojętą ekonomikę inwestycji. A był to czas, kiedy dziś uznawane za najprostsze kwestie z zakresu oceny inwestycji rzeczowych, studiów opłacalności, biznesplanów czy wyceny przedsiębiorstw były nowe i niezrozumiałe. Z tego okresu pochodzą publikacje: „Integracje wykonawców przedsięwzięć inwestycyjnych” [1992], „Inwestycje przedsiębiorstwa” [trzy wydania: 1994, 1995, 1996]. Profesor, co ważne dla uprawianej przez niego dyscypliny naukowej, łączył kwestie teoretyczne i metodyczne z praktyką. Jako doradca i ekspert brał udział w wielu projektach związanych z przekształceniami własnościowymi (prywatyzacją) przedsiębiorstw, a także studiami wykonalności inwestycji rzeczowych. Był członkiem Komisji Nauk Organizacji i Zarządzania Polskiej Akademii Nauk oraz Towarzystwa Naukowego Organizacji i Kierownictwa Oddział w Katowicach, a w latach 1993-1995 – ekspertem Ministerstwa Przekształceń Własnościowych.

W kolejnych latach kontynuował badania na obszarze inwestycji w przedsiębiorstwie, rozwijając koncepcję integrowania inwestycji z zarządzaniem strategicznym i operacyjnym, czego efektem była m in. publikacja „Zarządzanie strategiczne i polityka inwestycyjna przedsiębiorstwa. Metodyka opracowania projektów inwestycyjnych oraz ich realizacja” [1999]. Studenci i współpracownicy z tego okresu zapamiętali Profesora jako osobę pomocną, życzliwą oraz pracowitą.

Profesor Henryk Walica był też blisko związany z Wyższą Szkołą Biznesu w Dąbrowie Górniczej, gdzie przez dwie kadencje, w latach 1995-2002, pełnił funkcję Rektora, a do ostatnich swoich dni pozostał aktywnym, cenionym i lubianym Profesorem. Należy też dodać, że jest uważany za współtwórcę tej uczelni i osobę, dzięki której uruchomiono nowe kierunki studiów oraz uzyskano uprawnienia do prowadzenia studiów magisterskich. W 2011 r., w hołdzie dla dorobku naukowego i osobistego wkładu Profesora w rozwój tej uczelni, utworzono w niej Naukowy Fundusz Stypendialny im. Profesora Henryka Walicy.

W ciągu trzydziestu lat pracy na Uniwersytecie Ekonomicznym, poza pracą ściśle naukową, Profesor Walica angażował się w przedsięwzięcia rozwojowe. W latach 1988-1991 pełnił funkcję dyrektora Zespołu Studiów Podyplomowych

oraz prodziekana Wydziału Ekonomii ds. Studiów Zaocznych (1993-1996). W ostatnich latach aktywnie uczestniczył w życiu Katedry Inwestycji. W recenzjach dorobku Pana Profesora podkreślano wielkie zaangażowanie w wykonywaną pracę oraz zdolność do łączenia zagadnień teoretycznych z praktycznymi.

Profesor Walica wypromował dwóch doktorów, którzy są obecnie adiunktami w Katedrze Inwestycji i Nieruchomości. W ich opinii był promotorem wymagającym, ale pozostawiającym bardzo dużo twórczej swobody, stąd inspiracje z seminarium doktoranckiego skutkowały nieco dłuższymi poszukiwaniami najlepszych rozwiązań. We właściwym czasie potrafił jednak łagodnie wyegzekwować zakończenie dzieł, a formalne kontakty przeradzały się w przyjaźń.



Konferencja w Międzyzdrojach 2005. Od prawej: H. Walica, T. Ramian, J. Konowalczyk.
Ze zbiorów prywatnych T. Ramiana

Wspominamy Profesora jako wybitną Postać nauki polskiej, wysokiej klasy specjalistę z zakresu nauk ekonomicznych, znakomitego nauczyciela akademickiego, Przyjaciela z wielkim sercem, a przede wszystkim życzliwego Człowieka. Wierzimy, że Jego dzieło nie przeminie oraz że warto i należy kontynuować rozwój i upowszechniać wartości, które w Nas zaszczerpił Pan Profesor.

W pamięci współpracowników, absolwentów i studentów Profesor Henryk Walica na zawsze pozostanie jako osoba niezwykle życzliwa, pomocna oraz otwarta w relacjach międzyludzkich.

Jan Konowalczyk
Tomasz Ramian