

**STUDIA I PRACE
KOLEGIUM
ZARZĄDZANIA
I FINANSÓW**

ZESZYT NAUKOWY 95



Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

SKŁAD RADY NAUKOWEJ „ZESZYTÓW NAUKOWYCH” KZiF

prof. dr hab. Janusz Ostaszewski – przewodniczący
dr hab. Ryszard Bartkowiak, prof. SGH – vice przewodniczący
prof. dr hab. inż. Jan Adamczyk
dr hab. Stefan Doroszewicz, prof. SGH
prof. dr hab. Jan Głuchowski
dr hab. Małgorzata Iwanicz-Drozdowska, prof. SGH
prof. dr hab. Jan Kaja
dr hab. Jan Komorowski, prof. SGH
prof. dr hab. Tomasz Michalski
prof. dr hab. Zygmunt Niewiadomski
prof. dr hab. Jerzy Nowakowski
dr hab. Wojciech Pacho, prof. SGH
dr hab. Piotr Płoszajski, prof. SGH
prof. dr hab. Maria Romanowska
dr hab. Anna Skowronek-Mielczarek, prof. SGH
prof. dr hab. Teresa Słaby
dr hab. Marian Żukowski, prof. UMCS

Recenzenci

dr Wiktor Bołkunow
dr hab. Małgorzata Bombol
dr Michał Brzoza-Brzezina
dr Emil Bukłaha
dr Andrzej Gałązka
dr Marek Goleń
dr Wojciech Gonet
dr Ewa Hellich
prof. dr hab. Piotr Jeżowski
prof. dr hab. Bogdan Mróz
dr Barbara Woźniak
prof. dr hab. Michał Wrzesiński

Redaktor

Krystyna Kawerska

Asystent techniczny

Ewa Niewiarowicz

© Copyright by Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, 2009

ISSN 1234-8872

Nakład 320 egzemplarzy



Opracowanie komputerowe, druk i oprawa:

Dom Wydawniczy ELIPSA,

ul. Inflancka 15/198, 00-189 Warszawa

tel./fax (0 22) 635 03 01, 635 17 85, e-mail: elipsa@elipsa.pl, www.elipsa.pl

SPIS TREŚCI

Od Rady Naukowej	5
CZEŚĆ PIERWSZA	
ARTYKUŁY PRACOWNIKÓW NAUKOWYCH	7
Światowy kryzys finansowy a perspektywy rozwoju sekurytyzacji aktywów w Polsce Katarzyna Kreczmańska-Gigol	9
Problem opcji walutowych w Polsce w latach 2008–2009 – analiza z perspektywy sektora bankowego Paweł Niedziółka	20
Kasowy dochód do opodatkowania – rozważania teoretyczno-empiryczne Tomasz Cicirko	37
Fundusze Unii Europejskiej jako instrument niwelowania dysproporcji zagospodarowania jednostek terytorialnych w Polsce – lata 2004–2006 (synteza badań statutowych) Jacek Sierak, Grzegorz Maśloch, Remigiusz Górniak	50
Struktura finansowania projektów partnerstwa publiczno-prywatnego Agnieszka Cenker	72
Analiza przedinwestycyjna jako element integralny transakcji funduszy <i>private equity</i> Olga Mikołajczyk	85
CZEŚĆ DRUGA	
ARTYKUŁY UCZESTNIKÓW STUDIÓW DOKTORANCKICH W KOLEGIUM ZARZĄDZANIA I FINANSÓW	95
Czas wolny jako determinanta jakości życia na przykładzie badań empirycznych Daniel Puciato	97
Polityka spójności na lata 2007–2013 – Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia Michał Pałka	110
Polityka monetarna Europejskiego Banku Centralnego a ceny aktywów Andreas Lipa	122
Raje podatkowe jako szczególne miejsca unikania opodatkowania Aleksandra Łysik	139
Wybrane produkty bankowe jako czynnik ograniczania ryzyka w małej i średniej firmie Arkadiusz Skrodzki	152
Czas jako jeden z kluczowych czynników zarządzania projektami Joanna Kościanek	167
Summary	179

OD RADY NAUKOWEJ

Przekazujemy w Państwa ręce kolejny zeszyt „Studiów i Prac Kolegium Zarządzania i Finansów”. Zawiera on artykuły pracowników Kolegium oraz uczestników prowadzonych przez Kolegium studiów doktoranckich.

Artykuły są poświęcone aktualnym zagadnieniom ekonomii, nauk o finansach oraz nauk o zarządzaniu. Stanowią one wynik studiów teoretycznych głęboko osadzonych w badaniach empirycznych polskiej gospodarki, a także gospodarek innych krajów, przede wszystkim członków Unii Europejskiej.

Pozostajemy w przekonaniu, że przedłożone opracowania spotkają się z Państwa życzliwym zainteresowaniem oraz, co byłoby szczególnie cenne, staną się przyczynkiem do polemiki i dalszych owocnych badań.

Życzymy Państwu przyjemnej lektury.

W imieniu Rady Naukowej – Ryszard Bartkowiak

CZĘŚĆ PIERWSZA

ARTYKUŁY PRACOWNIKÓW NAUKOWYCH

Światowy kryzys finansowy a perspektywy rozwoju sekurytyzacji aktywów w Polsce

1. Wprowadzenie

Świat dookoła nas staje się coraz bardziej jednorodny. Wszechobecna globalizacja powoduje, że światowa gospodarka jest skomplikowanym systemem naczyń połączonych. Globalizację można definiować na wiele sposobów. Dla jednych jest to proces niszczenia państwowych ograniczeń na rynku¹. Inni definiują ją jako zespół zjawisk, spowodowanych otwarciem gospodarek narodowych na zagraniczne towary i kapitały, gdzie wymiana międzynarodowa jest stymulowana przez dążenie firm do wypracowywania jak najwyższego zysku i wykorzystywania do tego najlepszych warunków, organizowania procesów gospodarczych w skali globalnej oraz szybkości obiegu informacji². Globalizacja, według J. E. Stiglitz, jest to ściślejsza integracja państw i ludzi na świecie, będąca skutkiem redukcji kosztów transportu i telekomunikacji oraz zniesienia sztucznych barier w przepływach między krajami dóbr, usług, kapitału, i do pewnego stopnia ludzi³.

W przyrodzie mamy do czynienia z różnorodnością i to powoduje dużą odporność na wszelkie niekorzystne, zagrażające jej istnieniu zjawiska. Gospodarka światowa jest coraz bardziej homogeniczna, a w związku z tym mniej odporna na wszelkie infekcje, które rozprzestrzeniają się błyskawicznie między krajami i kontynentami. Dowodem tego jest obecny kryzys na światowych rynkach finansowych, który zaczął się na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych.

2. Mechanizm kryzysu finansowego

Konsekwencje procesów globalizacyjnych zachodzących w gospodarce są zarówno pozytywne, jak i negatywne. Szanse i zagrożenia związane z globalizacją przedstawiono na rysunku 1. Najważniejszym zagrożeniem wynikającym z globalizacji,

¹ W. Szymański, Globalizacja, wyzwania i zagrożenia, Difin, Warszawa 2002, s. 9.

² B. Guillochon, Globalizacja. Jeden świat – różne drogi rozwoju, Wrocław 2003, s. 10.

³ J. E. Stiglitz, Globalizacja, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 26.

w obecnej sytuacji na rynkach finansowych, czyli zachodzących zjawisk kryzysowych na rynkach finansowych i, będący ich konsekwencją, kryzys w sferze realnej światowej gospodarki – to wzrost zagrożenia kryzysami na skutek liberalizacji przepływów kapitałowych, zdominowanie państw przez rynek kapitałowy i finansowy oraz brak globalnego rządu, który mógłby prowadzić czynności antykryzysowe w skali całego świata, co by gwarantowało większą skuteczność tych poczynań, niż rozproszone reakcje rządów pojedynczych państw. W ciągu ostatnich 20 lat w światowej gospodarce i na globalnym rynku finansowym można obserwować tendencję do finansjalizacji gospodarki, której objawami są: rosnąca dominacja systemów finansowych, wzrastająca siła rentierów, eksplozja nowych, bardzo skomplikowanych instrumentów finansowych, coraz większy udział zysków podmiotów gospodarczych tworzonych w sferze finansowej, a nie sferze realnej, czyli handlowej lub produkcyjnej⁴. Globalizacja sprawia, że ekonomia przemysłowa zostaje zastąpiona przez ekonomię opartą na wiedzy⁵.

Chociaż można zauważyć, że globalizacja ma destabilizujący wpływ na gospodarkę światową, to jednak nie można jej odrzucić, bo jest procesem nieuchronnym⁶. Kryzysy są zjawiskiem normalnym w gospodarce. Są tak samo przejściowe jak boomy⁷. R. E. Hall oraz J. B. Taylor zauważyli, że gospodarka przechodzi przez recesję, ożywienia i inne wahania w nieregularnych odstępach czasu⁸. Dążenia wszystkich skupiają się na tym, żeby w porę rozpoznawać zbliżający się kryzys i ograniczać jego skutki. Główne kryzysy finansowe XX wieku wystąpiły w latach 1920–1921, 1929, 1931–1933, 1950–1960, 1974–1975, 1979–1982, 1982–1987, 1990, 1994–1995 oraz 1997–1998⁹.

Według „Słownika wyrazów obcych” kryzys jest to: *moment rozstrzygający, punkt zwrotny, okres przelomu*, a w ujęciu ekonomicznym jest to: *załamanie się procesu wzrostu gospodarczego, poważne naruszenie stanu równowagi gospodarczej i regres w rozwoju ekonomicznym kraju*¹⁰. W. Kopaliński definiuje kryzys jako:

⁴ K. Jajuga, Pomiar stabilności i zarządzania ryzykiem systemu bankowego – lekcje z historii, w: Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich, red. J. Szambelańczyk, Związek Banków Polskich, Warszawa 2009, s. 26.

⁵ T. T. Kaczmarek, Globalna gospodarka i globalny kryzys, Difin, Warszawa 2009, s. 21.

⁶ *Ibidem*, s. 32.

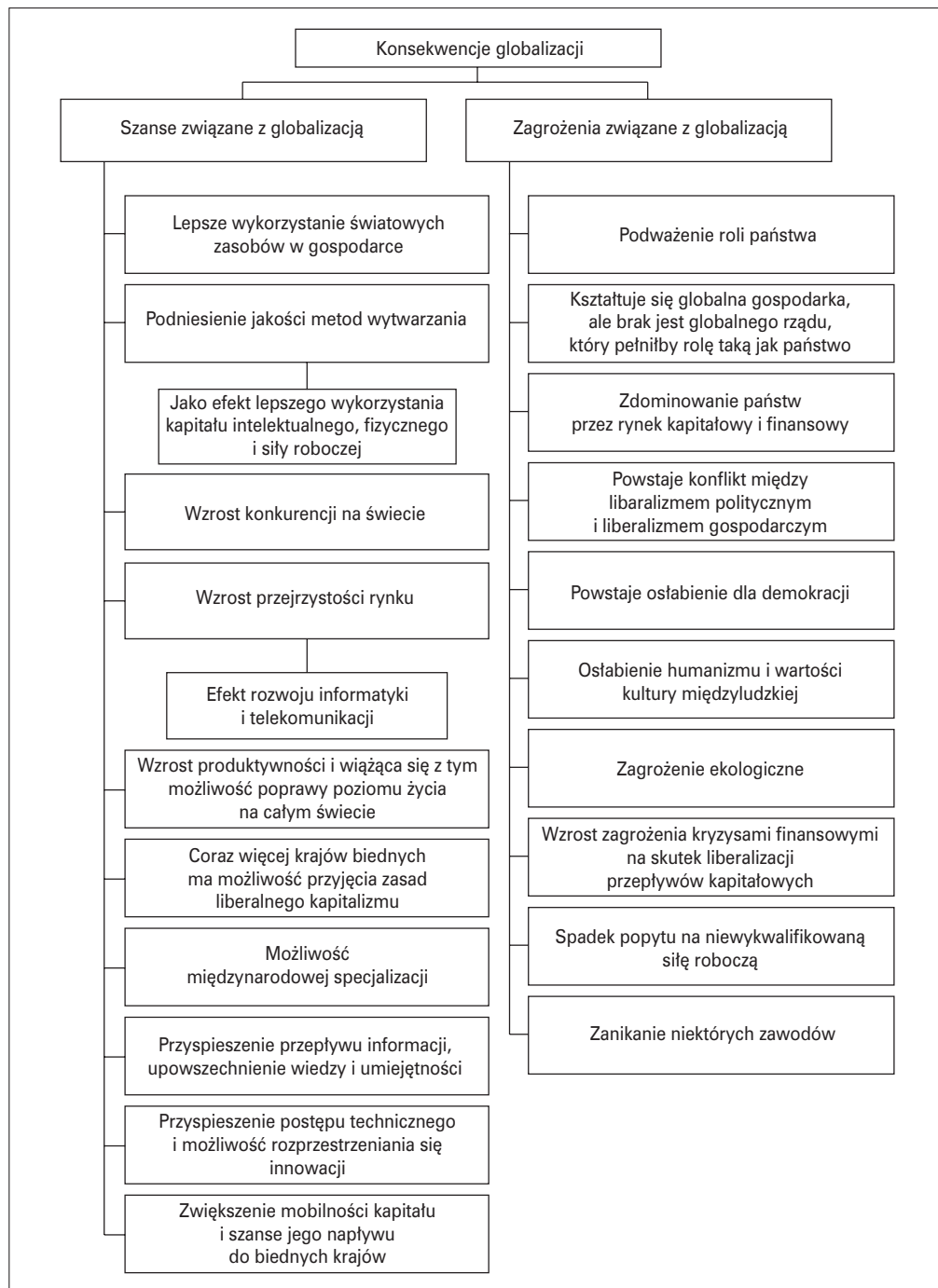
⁷ R. E. Hall, J. B. Taylor, Makroekonomia, wyd. 3, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 23.

⁸ *Ibidem*, s. 33.

⁹ W. Nawrot, Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 20.

¹⁰ Słownik wyrazów obcych, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1996, s. 617.

Rysunek 1. Konsekwencje globalizacji – szanse i zagrożenia z nią związane



Źródło: opracowanie własne.

moment, okres przełomu, przesilenie, decydujący zwrot; okres załamania gospodarczego¹¹. Słowo 'kryzys' pochodzi od łacińskiego słowa *crisis* i greckiego słowa *krisis*, oznaczających odsiew, wybór, rozstrzygnięcie¹².

Tabela 1. Uproszczony schemat procesu prowadzącego do kryzysu finansowego

Etap	Zachowanie kredytobiorców	Zachowanie banków
Pierwszy	Wzrost optymizmu	Wzrost optymizmu
Drugi	Podwyższenie prognoz rentowności w różnych obszarach inwestycji	Tendencja do niedoszacowania ryzyka kredytowego
Trzeci	Wzrost skłonności do zadłużania Zaciąganie kredytów konsumpcyjnych oraz na zakup pierwszej nieruchomości mieszkalnej (cel konsumpcyjny)	Mniejsza awersja banków do ryzyka
	Zaciąganie kredytów z przeznaczeniem na przedsięwzięcia inwestycyjne (cel inwestycyjny)	Walka konkurencyjna o zachowanie udziałów w rynku
	Zaciąganie kredytów na zakup aktywów (na rynku nieruchomości, rynku papierów wartościowych, rynku towarowym itp.), związany z chęcią osiągnięcia zysku netto, po odjęciu kosztów obsługi kredytu; tzw. <i>carry trade</i> (cel spekulacyjny)	Wzrost skłonności do pożyczania, nawet podmiotom, które wcześniej byłyby uznane za zbyt ryzykowne
Czwarty	<i>Follow-the-leader</i> – spekulacyjny wyścig wciąga rosnącą liczbę uczestników	
Piąty	Tworzy się „bańka spekulacyjna”	
	Pęknięcie „bańki” ze wszystkimi tego negatywnymi konsekwencjami	

Źródło: W. Nawrot, *Globalny kryzys...*, *op. cit.*, s. 17.

F. S. Mishkin definiuje kryzys finansowy jako głębokie zaburzenia na rynkach finansowych, które charakteryzują się gwałtownym spadkiem cen wielu aktywów, czego konsekwencją jest bankructwo wielu przedsiębiorstw niefinansowych i instytucji finansowych¹³. Kryzys finansowy to kryzys: bankowy, walutowy i zadłużenia. Kryzys finansowy może powodować zaburzenia w sferze realnej gospodarki, czego skutkiem może być kryzys gospodarczy. Wyjście z kryzysu, według F. S. Mishkina, polega na uporządkowaniu rynków finansowych i wejściu

¹¹ W. Kopański, *Słownik wyrazów obcych i zwrotów obcojęzycznych z almanachem*, Bertelsman Media, Warszawa 2000, s. 282.

¹² *Ibidem*.

¹³ F. S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 275.

na nową ścieżkę zrównoważonego wzrostu. Kryzys finansowy może być wywoływany przez: wzrost stóp procentowych, wzrost niepewności, wpływ sytuacji na rynku aktywów na bilanse przedsiębiorstw i panikę bankową¹⁴. Czynniki te zaostrzają problemy negatywnej selekcji i ryzyka nadużycia, i powodują spadek aktywności gospodarczej. Uproszczony schemat procesu prowadzącego do kryzysu finansowego, w podziale na etapy, przedstawia tabela 1. W. Nawrot wyodrębnia, na podstawie modelu Mishkina, pięć etapów poprzedzających kryzys, który zaczyna się w momencie pęknięcia „bańki spekulacyjnej” i pociąga za sobą wszystkie konsekwencje.

3. Pojęcie sekurytyzacji aktywów

Ojczyzną sekurytyzacji, podobnie jak wielu innych nowoczesnych usług finansowych, są Stany Zjednoczone Ameryki Północnej, gdzie zaczęła ona się rozwijać w latach 70. XX wieku¹⁵. Pierwsze transakcje sekurytyzacyjne na kontynencie europejskim zawarto w 1987 roku i zostały przeprowadzone w Wielkiej Brytanii¹⁶. Zainicjowały je banki z grupy Barclays i Lloyds¹⁷. Liderami w obrotach sekurytyzacyjnych w Europie są: Wielka Brytania, Włochy, Francja i Hiszpania¹⁸.

Sekurytyzacja aktywów polega na przeniesieniu aktywów finansowych do spółki celowej (SPV), następnie aktywa lub wpływy pieniężne z tych aktywów stają się zabezpieczeniem emitowanych przez SPV papierów wartościowych¹⁹. Przedmiotem sekurytyzacji są najczęściej wierzytelności przedsiębiorstw. Sekurytyzacja może być traktowana jako sposób pozyskiwania gotówki przez przedsiębiorstwo, co skutkuje poprawą płynności, oraz jako metoda zarządzania należnościami²⁰. Pod pojęciem sekurytyzacja aktywów rozumie się emisję na rynku kapitałowym papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (w skrócie papiery te nazywa się ABS – *Asset Backed Securities*)²¹. W procesie sekurytyzacji dochodzi do emisji papierów wartościowych najczęściej na podstawie zespołu wierzytelności o znacznej wartości. Prowadzi to do zamiany niepięlnych pozycji

¹⁴ *Ibidem*, s. 276.

¹⁵ A. Gąsowska, Sekurytyzacja kredytów hipotecznych, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Nr 899, 2001, s. 159.

¹⁶ K. Kosiński, Bankowe sposoby na złe długi. Fundusze sekurytyzacyjne stawiają pierwsze kroki, „Puls Biznesu”, dodatek specjalny: „Leasing. Faktoring. Windykacja”, maj 2007 r., s. 28.

¹⁷ *Ibidem*.

¹⁸ S. Józwiak, P. Wiśniewski, Europejski rynek sekurytyzacji, „Bank”, Nr 9 (132), 2003, s. 48.

¹⁹ O. Schneck, Handbuch Alternative Finanzierungsformen, Wiley-VCH Verlag, Weinheim 2006, s. 319.

²⁰ J. Ostaszewski, T. Cicirko, K. Kreczmańska-Gigol, P. Russel, Finanse spółki akcyjnej, wyd. 3, Difin, Warszawa 2009, s. 159.

²¹ D. Mevissen, Mittelstandsfinanzierung mit Factoring und Asset Backed Securities. Grundlagen, Praxis, Bewertung, VDM Verlag Dr. Mueller, Saarbruecken 2005, s. 25.

bilansowych, które mają generować w przyszłości strumienie płatności, na płynne papiery wartościowe, które mogą być przedmiotem obrotu²². Zwykle przedsiębiorstwo, które jest inicjatorem procesu sekurytyzacji, generuje w ramach prowadzonej działalności gospodarczej wierzytelności. Są one grupowane w jednorodne pakiety i przenoszone do specjalnej spółki, która istnieje w celu emisji papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami, czyli po to, aby uczestniczyć w transakcji sekurytyzacji. Spółka ta nazywana jest spółką specjalnego przeznaczenia (w skrócie SPV – *Special Purpose Vehicle*). Emisja papierów dłużnych w ramach procesu sekurytyzacji jest więc przeprowadzana przez specjalnie do tego celu utworzony podmiot i zabezpieczona aktywami, które będą w przyszłości generować przepływy pieniężne²³.

Głównymi uczestnikami procesu sekurytyzacji są: inicjator, czyli przedsiębiorstwo, które jest właścicielem niepięlnych aktywów, spółka specjalnego przeznaczenia, która nabywa od inicjatora niepięlnne aktywa i przeprowadza na ich podstawie emisję papierów wartościowych, oraz inwestorzy, którzy kupują wyemitowane przez SPV papiery wartościowe. Oprócz głównych uczestników transakcji, ze względu na skomplikowany charakter całego procesu, w transakcji zwykle biorą udział: agent emisji, inaczej powiernik, który jest odpowiedzialny za przygotowanie i obsługę emisji (na ogół jest to bank inwestycyjny); administrator aktywów, który nadzoruje płatności (w Polsce bardzo często firma windykacyjna); banki inwestycyjne, jako doradcy w procesie sekurytyzacji; doradcy podatkowi i księgowi, którzy czuwają nad prawidłowością transakcji pod kątem rachunkowym i podatkowym; agencje ratingowe, które nadają rating emitowanym papierom wartościowym; podmioty związane z poprawą jakości kredytowej emitowanych papierów wartościowych (banki udzielające gwarancji, towarzystwa ubezpieczeniowe, instytucje rządowe i samorządowe itd.).

Sekurytyzacja kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych, która leży u podstaw obecnego kryzysu finansowego na świecie, polegała na wydzielaniu z bilansów banków amerykańskich wierzytelności z tytułu udzielonych przez nie kredytów hipotecznych i emisji na ich podstawie przez SPV papierów wartościowych. Transakcje te nie stanowiłyby większego zagrożenia, gdyby nie to, że:

- sekurytyzowane wierzytelności dotyczyły w dużej mierze kredytów o podwyższonym ryzyku, tzw. *subprime*. Kredyty te były udzielane osobom o słabej zdolności kredytowej. Niewielki wzrost stóp procentowych powodował więc, że pojawiały się u nich problemy ze spłatą kredytów,

²² Zarządzanie aktywami i pasywami, red. F. J. Fabozzi, A. Konishi, Związek Banków Polskich, Warszawa 2008, s. 369-370.

²³ J. Ostaszewski, T. Cicirko, K. Kreczmańska-Gigol, P. Russel, *Finanse spółki...*, op. cit., s. 159.

- agencje ratingowe, badając ryzyko emitowanych papierów wartościowych, nie uwzględniały ryzyka spadku wartości zabezpieczenia,
- pule sekurytyzowanych wierzytelności często nie były jednorodne, co utrudniało ocenę ryzyka,
- ocena poziomu ryzyka odbywała się na podstawie próbki wierzytelności, co przy różnorodności sekurytyzowanych aktywów zwiększało ryzyko błędu,
- konstrukcja transakcji była coraz bardziej skomplikowana, a aktywa i emitowane papiery wartościowe były wielokrotnie „przepakowywane”, co zmniejszało transparentność transakcji.

Ostatecznie doszło do lawinowego pogarszania spłacalności udzielanych przez amerykańskie banki kredytów *subprime*, co pociągnęło za sobą wzrost należności nieregularnych w bankach, rozpoczęcie jednocześnie wielu procesów windykacji należności z nieruchomości stanowiących zabezpieczenie kredytów, a to z kolei spowodowało spadek wartości nieruchomości w całym kraju. Niska wartość nieruchomości nie pozwoliła na spłatę wszystkich zadłużeń kredytobiorców wobec banków, co spowodowało, że SPV miały problemy ze spłatą zobowiązań wobec inwestorów. Kryzys na rynku kredytów hipotecznych w USA rozprzestrzenił się szybko na cały świat.

4. Sekurytyzacja aktywów w Polsce

Pierwsze procesy sekurytyzacyjne przeprowadzono w Polsce pod koniec lat 90. ubiegłego stulecia. Do 2000 roku w Polsce odbyły się dwa programy sekurytyzacyjne. Pierwszy został zorganizowany przez BRE Bank, a inicjatorem była firma Urtica Zaopatrzenie Farmaceutyczne, a drugi przez Pekao S.A. dla Pekao Leasing²⁴. Pierwszą transakcją sekurytyzacyjną w Polsce z wykorzystaniem funduszu sekurytyzacyjnego przeprowadził w 2005 roku bank PKO BP, a wartość transakcji wynosiła 660 mln zł²⁵.

Sekurytyzacja aktywów w naszym kraju różni się od procesów sekurytyzacyjnych przeprowadzanych na świecie pod kilkoma względami²⁶:

- na świecie przedmiotem sekurytyzacji są przede wszystkim regularne wierzytelności hipoteczne, natomiast w Polsce są to głównie przeterminowane należności bankowe. Należności z tytułu udzielonych kredytów konsump-

²⁴ M. Pielasa, J. Świerkocki, Niewykorzystana metoda finansowania, zasoby Internetu październik 2000 r., arch.rp.pl

²⁵ K. Kosiński, Bankowe sposoby..., *op. cit.*, s. 28.

²⁶ M. Matusiak, Sekurytyzacja zmieni rynek, „Bank”, Nr 4 (175), 2007, s. 11; G. Stech, Fundusze zarządzają należnościami, „Businessman.pl”, Nr 7–8/2008, s. 99.

cyjnych stanowią ponad połowę wartości sekurytyzacji w Polsce, na drugim miejscu są wierzytelności z tytułu kredytów udzielanych w rachunkach ROR, a na trzecim wierzytelności z tytułu udzielanych przez banki kredytów samochodowych²⁷,

- wierzytelności, które są sekurytyzowane w Polsce, mają zwykle niski rating i cena za nie uzyskiwana jest niska (od kilku do kilkunastu procent wartości wierzytelności). Na świecie przedmiotem sekurytyzacji są wierzytelności regularne, a koszt sekurytyzacji jest uzależniony od ratingu nadawanego papierom wartościowym emitowanym na podstawie tych wierzytelności. Im lepszy rating, tym koszt sekurytyzacji niższy, bo premia za ryzyko dla inwestorów może być niższa. Jednocześnie w transakcjach sekurytyzacji w Polsce nie ma ryzyka zawyżenia ratingu, bo wszyscy zdają sobie sprawę z tego, że aktywa stanowiące zabezpieczenie są niskiej jakości. Ryzyko inwestorów od początku jest wysokie. Transakcjom sekurytyzacji na świecie towarzyszy wysokie ryzyko związane ze spadkiem wartości sekurytyzowanych aktywów,
- administratorami wierzytelności w procesach sekurytyzacyjnych w Polsce bardzo często są firmy windykacyjne. Firmy te tworzą również fundusze sekurytyzacyjne. W transakcjach sekurytyzacyjnych na świecie administracją wierzytelności nie zajmowały się firmy windykacyjne. Obecnie, w związku z kryzysem, spadkiem wartości aktywów i pogorszeniem kondycji finansowej kredytobiorców, udział w procesie sekurytyzacyjnym windykatorów może być potrzebny również na świecie.

Operacje sekurytyzacyjne przeprowadzane w Polsce są opłacalne dla firm windykacyjnych jako administratorów, banków jako inicjatorów i dla funduszy sekurytyzacyjnych. Stopy zwrotu funduszy sekurytyzacyjnych w Polsce w ciągu minionych trzech lat były nawet trzycifrowe²⁸. Wartość przeprowadzonych w Polsce transakcji sekurytyzacyjnych wyniosła w 2006 roku około 6 mld zł, a w 2007 roku – 1,2 mld zł²⁹. W 2008 roku w Polsce działało 14 funduszy sekurytyzacyjnych³⁰.

Odbiorcami usług sekurytyzacyjnych na naszym rynku są przede wszystkim banki, które upłynniają swoje przeterminowane należności. Kryzys finansowy nie powinien spowodować zahamowania rozwoju tego rodzaju transakcji w Polsce, ze względu na przedmiot tych procesów sekurytyzacji. Skutkiem kryzysu może

²⁷ *Ibidem*.

²⁸ A. Pietrasik, Na sekurytyzacji należności można dobrze zarobić, zasoby Internetu marzec 2008 r., Bankier.pl

²⁹ E. Węclawska, Windykatorzy liczą na kredyty, zasoby Internetu luty 2008 r., Bankier.pl

³⁰ G. Stech, Fundusze zarządzają..., *op. cit.*, s. 100.

być zwiększenie udziału należności nieregularnych w portfelu banków. Można spodziewać się, że w niedalekiej przyszłości banki będą poddawały sekurytyzacji również należności regularne, a przyspieszyć to może rosnące zapotrzebowanie banków na kapitał. Pozostające w portfelu banków należności nieregularne angażują kapitały banku i nie pozwalają na rozwój akcji kredytowej.

Jednym z podstawowych efektów kryzysu jest pogorszenie płynności finansowej przedsiębiorstw. Tymczasem sytuacja na naszym rynku kapitałowym i w sektorze bankowym wskazuje na ograniczenia finansowania dla przedsiębiorstw³¹. Rosnące zatory płatnicze w gospodarce, w połączeniu z utrudnionym dostępem do kredytów bankowych, i zmniejszenie możliwości pozyskiwania finansowania na rynku kapitałowym, spowodowane brakiem dopływu środków do TFI i zmianą nastawienia inwestycyjnego OFE, rodzi zapotrzebowanie na alternatywne źródła finansowania. Jednocześnie pojawiają się głosy wskazujące na to, że warunkiem wyjścia gospodarki z kryzysu jest zwiększenie skali kredytowania przedsiębiorstw przez banki³².

Należy liczyć na poprawę adekwatności kapitałowej banków poprzez wykorzystanie sekurytyzacji aktywów, jak również na rozszerzenie zastosowania sekurytyzacji na przedsiębiorstwa niebankowe, które mogłyby sięgnąć po sekurytyzację jako instrument kształtujący strukturę kapitałów, zmniejszający zapotrzebowanie na finansowanie wewnętrzne poprzez upłynnianie niepłynnych aktywów, zwłaszcza w obliczu kryzysu na rynkach finansowych i utrudnionego dostępu do kredytów bankowych. Przy wykorzystaniu formuły wielu sprzedawców, sekurytyzacja mogłaby zostać wykorzystana nie tylko przez banki oraz duże i bardzo duże przedsiębiorstwa, ale również przez przedsiębiorstwa średnie i małe, które potrzebują finansowania najbardziej. Rozwój sekurytyzacji mógłby być wspierany przez system gwarancji. Wsparciem dla rozwoju sekurytyzacji może być również Program ramowy na rzecz konkurencyjności i innowacji na lata 2007–2013 (CIP). Jednym z „Instrumentów finansowych dla MSP”, dostępnych w jego ramach, jest system poręczeń dla MSP – SMEG, który obejmuje gwarancje mikrokredytów, gwarancje kredytów (w tym również gwarancje pożyczek i gwarancje leasingu), gwarancje inwestycji kapitałowych oraz gwarancje transakcji sekurytyzacji portfeli dłużnych MSP³³.

³¹ M. Wrzesiński, Wpływ kryzysu finansowego w Polsce na możliwości finansowania przedsiębiorstw, w: Dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie, red. J. Ostaszewski, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 550.

³² W. L. Jaworski, Kredyty banków komercyjnych warunkiem ograniczenia kryzysu, w: Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich, red. J. Szambelańczyk, Związek Banków Polskich, Warszawa 2009, s. 71.

³³ N. Jeziolowicz, Sekurytyzacja wróci do łask?, „Bank”, Nr 12(195), grudzień 2008 r., s. 30.

5. Podsumowanie

Jesteśmy obserwatorami i uczestnikami kryzysu finansowego, który jest porównywalny z Wielkim Kryzysem z lat 30. ubiegłego wieku. Skutki tego kryzysu są widoczne na całym świecie, bo globalizacja sprzyja rozprzestrzenianiu się zjawisk kryzysowych. Homogeniczna gospodarka światowa nie potrafi skutecznie bronić się przed kryzysem. Kryzys ten został zapoczątkowany na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych, w którym procesy sekurytyzacji pozwoliły na wytransferywanie ryzyka na rynek kapitałowy, a następnie na inwestorów.

Papiery wartościowe emitowane w procesach sekurytyzacyjnych, którym wiarygodności dodawały podmioty uczestniczące w procesie – znane światowe banki inwestycyjne, agencje ratingowe i sztaby doradców księgowych, podatkowych, spowodowały straty na całym świecie. Straty te poniosły nie tylko banki, które lekkomyślnie udzielały kredytów, ale wielu ludzi i wiele instytucji na całym świecie, wszyscy, którzy zainwestowali w emitowane papiery, a także ci, którzy nie mieli nic wspólnego z emitowanymi papierami. Kryzys ze sfery finansowej rozprzestrzenił się na sferę realną.

Aby zatrzymać skutki kryzysu potrzebne jest pobudzenie gospodarki światowej, które mogą zapewnić jedynie przedsiębiorcy – poprzez inwestycje i tworzenie miejsc pracy. Aby było to możliwe potrzebują wsparcia finansowego. Kryzys nie ominął również Polski. Żeby pomóc przedsiębiorstwom wygrać wojnę o płynność, trzeba sięgnąć po nowe usługi finansowe. Jedną z możliwości jest wykorzystanie słabo w Polsce jeszcze rozwiniętej sekurytyzacji aktywów. Sekurytyzacja, która zapoczątkowała światowy kryzys, może pomóc w jego zwalczaniu.

6. Bibliografia

1. Gąsowska A., Sekurytyzacja kredytów hipotecznych, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Nr 899, 2001.
2. Guillochon B., Globalizacja. Jeden świat – różne drogi rozwoju, Wrocław 2003.
3. Hall R. E., Taylor J. B., Makroekonomia, wyd. 3, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
4. Jajuga K., Pomiar stabilności i zarządzania ryzykiem systemu bankowego – lekcje z historii, w: Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich, red. J. Szambelańczyk, Związek Banków Polskich, Warszawa 2009.
5. Jaworski W. L., Kredyty banków komercyjnych warunkiem ograniczenia kryzysu, w: Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomi-

- stów polskich, red. J. Szambelańczyk, Związek Banków Polskich, Warszawa 2009.
6. Jeziolowicz N., Sekurytyzacja wróci do łask?, „Bank”, Nr 12(195), grudzień 2008 r.
 7. Józwiak S., Wiśniewski P., Europejski rynek sekurytyzacji, „Bank”, Nr 9 (132), 2003.
 8. Kaczmarek T. T., Globalna gospodarka i globalny kryzys, Difin, Warszawa 2009.
 9. Kopaliński W., Słownik wyrazów obcych i zwrotów obcojęzycznych z almanachem, Bertelsman Media, Warszawa 2000.
 10. Kosiński K., Bankowe sposoby na złe długi. Fundusze sekurytyzacyjne stawiają pierwsze kroki, „Puls Biznesu”, dodatek specjalny: „Leasing. Faktoring. Windykacja”, maj 2007 r.
 11. Matusiak M., Sekurytyzacja zmieni rynek, „Bank”, Nr 4 (175), 2007.
 12. Mevissen D., Mittelstandsfinanzierung mit Factoring und Asset Backed Securities. Grundlagen, Praxis, Bewertung, VDM Verlag Dr. Mueller, Saarbruecken 2005.
 13. Mishkin F. S., Ekonomia pieniądza, bankowości i rynków finansowych, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
 14. Nawrot W., Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy, CeDeWu, Warszawa 2009.
 15. Ostaszewski J., Cicirko T., Kreczmańska-Gigol K., Russel P., Finanse spółki akcyjnej, wyd. 3, Difin, Warszawa 2009.
 16. Pielasa M., Świerkocki J., Niewykorzystana metoda finansowania, zasoby Internetu październik 2000 r., arch.rp.pl
 17. Pietrasik A., Na sekurytyzacji należności można dobrze zarobić, zasoby Internetu marzec 2008 r., Bankier.pl
 18. Schneck O., Handbuch Alternative Finanzierungsformen, Wiley-VCH Verlag, Weinheim 2006.
 19. Słownik wyrazów obcych, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1996.
 20. Stech G., Fundusze zarządzają należnościami, „Businessman.pl”, Nr 7–8/2008.
 21. Stiglitz J. E., Globalizacja, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
 22. Szymański W., Globalizacja, wyzwania i zagrożenia, Difin, Warszawa 2002.
 23. Węclawska E., Windykatorzy liczą na kredyty, zasoby Internetu luty 2008 r., Bankier.pl
 24. Wrześniński M., Wpływ kryzysu finansowego w Polsce na możliwości finansowania przedsiębiorstw, w: Dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie, red. J. Ostaszewski, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
 25. Zarządzanie aktywami i pasywami, red. F. J. Fabozzi, A. Konishi, Związek Banków Polskich, Warszawa 2008.

Problem opcji walutowych w Polsce w latach 2008–2009 – analiza z perspektywy sektora bankowego

1. Wprowadzenie

Problem opcji walutowych w Polsce, który pojawił się wraz z gwałtowną deprecjacją złotego w II połowie 2008 roku, dotychczas analizowany był głównie z perspektywy przedsiębiorstw, charakteryzujących się wysokim poziomem zobowiązań z tytułu nierozliczonych instrumentów pochodnych. Niniejszy artykuł jest poświęcony prezentacji uwarunkowań decyzji podejmowanych przez banki w obliczu dynamicznego wzrostu wartości posiadanego przez nich portfela walutowych instrumentów pochodnych. Przedstawiono w nim ramy prawne współpracy między bankami i przedsiębiorstwami w zakresie pozagiełdowych instrumentów pochodnych oraz mechanizmy zarządzania ryzykiem kredytowym i rynkowym na rynku terminowym, determinujące konieczność podjęcia działań ukierunkowanych na uzyskanie dodatkowych depozytów zabezpieczających i/lub zamknięcia części otwartych pozycji opcyjnych.

2. Ramy prawne współpracy między bankami i przedsiębiorstwami w zakresie pozagiełdowych instrumentów pochodnych¹

Poza nielicznymi wyjątkami, które dotyczą:

- relacji między bankami i przedsiębiorstwami o uznanej pozycji rynkowej, dobrej kondycji ekonomiczno-finansowej oraz znaczącej skali działalności i/lub
- transakcji o niskim ryzyku kredytowym (głównie przewalutowania spot),

współpraca między bankiem i przedsiębiorstwem w zakresie produktów skarbowych przebiega zazwyczaj na podstawie dokumentacji prawnej wzorowanej na standardach ISDA (ang. *International Swaps and Derivatives Association*). Jest

¹ Por. np. P. Niedziółka, Metody zarządzania ryzykiem kredytowym banku na pozagiełdowym rynku instrumentów, referat na konferencję: „Bankowość, finanse, ubezpieczenia i rynki kapitałowe w dobie integrującej się Europy”, w: Rynki kapitałowe, red. W. Bień, Mikołajki 2005, s. 231–240.

to organizacja grupująca uczestników (dealerów) pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych. ISDA z siedzibą w Nowym Jorku została powołana do życia w 1985 roku. Według stanu na koniec marca 2009 roku zrzesza 820 instytucji z 57 krajów. Oprócz banków oraz przedsiębiorstw aktywnych na rynku OTC, członkami ISDA są również instytucje rządowe².

Ryzyko kredytowe w transakcjach skarbowych wiąże się z możliwością powstania negatywnej, z punktu widzenia przedsiębiorstwa, wyceny portfela transakcji skarbowych. Stanowi ona potencjalne zobowiązanie przedsiębiorstwa, zwykle niezabezpieczone oraz o krótkim okresie do terminu wymagalności. Podstawowe związki korelacyjne między charakterystyką portfela a potencjalną skalą negatywnej wyceny prezentuje tabela 1.

Tabela 1. Charakterystyka portfela transakcji skarbowych a potencjalne ryzyko kredytowe kontrahenta

Czynnik (element charakterystyki portfela)	Korelacja
Okres transakcji	Pozytywna
Wzajemna korelacja między składnikami portfela	Negatywna*
Zmienność	Pozytywna
Dodatkowe mechanizmy wpisane w opcje (np. włączniki dla dodatkowych transakcji)	Pozytywna

* im bardziej zdywersyfikowany portfel, którego składniki odznaczają się wzajemnymi negatywnymi korelacjami, tym mniejsza negatywna wycena w danych warunkach rynkowych.

Źródło: opracowanie własne.

Platformą współpracy między bankami i ich klientami korporacyjnymi jest, wspomniana wcześniej, dokumentacja prawna, podpisywana na czas nieokreślony, oparta na standardach ISDA. Klient nie ma możliwości przeniesienia praw i obowiązków wynikających z dokumentacji na osoby trzecie bez zgody banku. Standard ISDA obejmuje:

- umowę ramową (ang. *Master Agreement*),
- umowę dodatkową (ang. *Schedule*),
- potwierdzenie zawarcia transakcji (ang. *Confirmation*),
- opis transakcji (ang. *Transaction Description*),
- umowę zabezpieczeń (ang. *Security Agreement, Collateral Agreement*).

Obecnie wykorzystywane są dwie wersje dokumentacji ISDA: *1992 ISDA Master Agreement* oraz *2002 ISDA Master Agreement*. Oba warianty są bardzo zbliżone do siebie, dlatego w praktyce podpisywane są kontrakty oparte na umo-

² www.isda.org (30 kwietnia 2009 r.).

wie ramowej z 1992 roku wraz z tzw. umową dodatkową, uwzględniającą korekty standardu z 1992 roku dokonane w 2002 roku. Innymi słowy, *2002 ISDA Master Agreement* to standard z 1992 roku łącznie z umową dodatkową. Umowa ramowa oraz umowa dodatkowa stanowią jeden i ten sam stosunek prawny, obejmujący ogólne warunki przeprowadzania realizacji oraz wcześniejszego rozliczenia transakcji. W przypadku odmienności postanowień umowy ramowej i umowy dodatkowej pierwszeństwo mają zapisy umowy dodatkowej. Struktura oraz katalog klauzul zawartych w dokumentacji ISDA przypominają standardy LMA (ang. *London Market Association*), stosowane na rynku kredytów konsorcjalnych oraz w złożonych projektach finansowanych na zasadzie bilateralnej. Umowa ramowa wraz z dodatkową zawierają następujące elementy:

- metoda i częstotliwość rozliczania transakcji,
- sposób i częstotliwość wyceny (zazwyczaj za zgodą klienta wycena jest dokonywana wyłącznie przez bank),
- przypadki naruszenia warunków umowy (ang. *Events of Default*),
- sposób nettowania pozycji,
- lista osób uprawnionych do zawierania transakcji (ewentualnie dodatkowo hasła umożliwiające identyfikację kontrahenta przez pracowników banku),
- oświadczenia stron,
- kwestie podatkowe,
- kowenanty finansowe.

Katalog przypadków naruszenia warunków umowy, uwzględniony w umowie ramowej, obejmuje zwykle:

- 1) opóźnienie się przez klienta w realizacji jakiegokolwiek wymagalnej płatności wynikającej z transakcji;
- 2) niewykonanie przez stronę naruszającą w sposób należyty jakiegokolwiek obowiązku nałożonego na nią w umowie ramowej;
- 3) wystąpienie zdarzenia faktycznego lub prawnego stwarzającego ryzyko:
 - postawienia klienta w stan upadłości lub likwidacji,
 - nieterminowej spłaty lub jej braku z powodu obniżenia się majątku klienta,
 - wszczęcia w stosunku do strony naruszającej postępowania układowego,
 - istotnego pogorszenia się kondycji ekonomiczno-finansowej klienta banku,
- 4) nieprzekazanie uzgodnionych informacji;
- 5) złożenie fałszywych lub poświadczających nieprawdę dokumentów;
- 6) wystąpienie zdarzenia powodującego utratę lub zmniejszenie ustanowionego zabezpieczenia.

Wystąpienie przypadku naruszenia warunków umowy sprawia, że strona nienaruszająca jest uprawniona do:

- rozwiązania, ze skutkiem natychmiastowym, umowy ramowej i wszystkich zawartych na jej podstawie transakcji,
- żądania od strony naruszającej kwoty rozliczenia,
- żądania od strony naruszającej pokrycia wszystkich udokumentowanych kosztów poniesionych przez stronę nienaruszającą, związanych z wcześniejszym rozwiązaniem umowy.

Należy jednocześnie zauważyć, że umowa dodatkowa obejmuje nie tylko wystandaryzowane zmiany do wersji umowy ramowej z 1992 roku, ale również indywidualnie negocjowane warunki (w tym odstępstwa od standardu). Klient w związku z zawarciem umowy ramowej zobowiązany jest ponadto do złożenia oświadczeń o:

- posiadaniu zgody właściwych organów państwowych na zawieranie transakcji określonych w umowie dodatkowej (chodzi głównie o zezwolenia dewizowe), jeżeli na podstawie przepisów prawa taka zgoda jest wymagana,
- braku zdarzeń faktycznych i prawnych, stanowiących przypadki naruszenia warunków umowy lub Siłę Wyższą (ang. *Force Majeure*).

Siła Wyższa, której zaistnienie determinuje zakres obowiązywania zaciągniętych zobowiązań, definiowana jest jako:

- nadzwyczajne, zewnętrzne zdarzenie, którego strony nie mogły przewidzieć, nie mogły uniknąć ani mu zapobiec, uniemożliwiające stronom lub jednej z nich wykonanie którejkolwiek transakcji oraz
- zewnętrzne zdarzenie, polegające na zmianie przepisów prawa powodującej, że transakcja zawarta na podstawie umowy ramowej stanie się nieważna z mocy prawa lub wykonanie transakcji spowodowałoby naruszenie obowiązujących przepisów prawa.

Ważną klauzulą w umowie ramowej jest oświadczenie klienta banku, że:

- działa on na własny rachunek,
- podejmuje samodzielne i niezależne decyzje,
- podejmując decyzje, nie polega na jakichkolwiek informacjach lub opiniach pozyskanych od banku,
- rozumie, potrafi ocenić i akceptuje warunki, na jakich zawierane są transakcje skarbowe, ryzyko z nimi związane oraz skutki ich zawarcia.

Z tym koresponduje również uznanie przez klienta, że jakiegokolwiek informacje dotyczące transakcji skarbowych, uzyskane od banku, nie mogą być traktowane w kategoriach doradztwa.

Zawarcie umowy ramowej, umowy dodatkowej, umowy zabezpieczeń oraz dokonywanie wszelkich związanych z nimi oświadczeń wymaga zachowania formy

pisemnej pod rygorem nieważności. Wyjątkiem jest uzgodnienie warunków transakcji, dla którego wystarczy forma ustna (telefoniczna). Dla skuteczności przekazania potwierdzenia transakcji (ang. *Confirmation*) wystarczy przesłanie go drogą faksową lub w inny sposób, określony w umowie dodatkowej. Potwierdzenie dotyczy konkretnej transakcji opartej na umowie ramowej. Immanentną częścią potwierdzenia jest wskazanie rodzaju produktu, kwot, terminu wygaśnięcia oraz warunków cenowych. ISDA oferuje odrębne formularze potwierdzenia dla poszczególnych rodzajów transakcji, odwołując się między innymi do tzw. *2000 ISDA Definitions*, gdzie wskazuje się na przykład sposób kalkulacji oprocentowania. Umowa ramowa zawiera również odwołania do opisów transakcji oraz ryzyka związanego z zaangażowaniem klienta na pozagiełdowym rynku instrumentów pochodnych.

Istotną korzyścią powszechnego stosowania standardu ISDA jest poprawa płynności obrotu pozagiełdowego, gdyż wykorzystanie go w transakcji domykającej znacząco ogranicza ryzyko prawne oraz operacyjne. Inną zaletą, szczególnie dla podmiotów regulowanych, jest możliwość nettowania wzajemnych wierzytelności i zobowiązań stron (ang. *close-out netting*), czyli tzw. kompensata netto. Netting może dotyczyć wszystkich transakcji lub jedynie wymienionych w umowie ramowej. Wzajemne wymagalne zobowiązania pieniężne muszą jednakże być tożsame pod względem waluty oraz terminu wygaśnięcia.

Bank jest zobowiązany w trakcie trwania umowy ramowej dokonywać zestawienia łącznej wartości zobowiązań pieniężnych wobec klienta, wyrażonych w określonej walucie i płatnych w danym dniu, z łączną wartością zobowiązań pieniężnych należnych od klienta, wyrażonych w tej samej walucie i płatnych w tym samym dniu. Wyliczona przez bank różnica pomiędzy tymi świadczeniami stanowi kwotę kompensacyjną, o wysokości której bank informuje klienta. W przypadku wcześniejszego rozwiązania umowy bank dokonuje obliczenia wartości bieżących zobowiązań wynikających z transakcji zawartych do dnia wcześniejszego rozwiązania umowy. Podstawą kalkulacji wartości bieżących zobowiązań stron będą następujące kwoty wyrażone w walucie zobowiązania:

- niezrealizowane do dnia wcześniejszego rozwiązania umowy świadczenia pieniężne, będące wynikiem zawartych transakcji, których termin płatności nastąpił, choćby strona na podstawie umowy ramowej nie była zobowiązana do ich realizacji,
- niewymagalne w dniu wcześniejszego rozwiązania umowy przyszłe świadczenia pieniężne, będące wynikiem zawartych transakcji.

Wartość bieżąca zobowiązań przyszłych w przypadku wcześniejszego rozwiązania umowy obliczana jest według metody polegającej na zdyskontowaniu niewymagalnych zobowiązań, wynikających z transakcji będących przedmiotem wyceny od dnia ich wymagalności w przyszłości do dnia kalkulacji.

Umowa zabezpieczeń, nazywana również umową zabezpieczającą, ma charakter fakultatywny. W relacjach między bankiem i klientem korporacyjnym przewiduje się następujące rodzaje zabezpieczeń:

- prawne (oświadczenie o poddaniu się egzekucji, zwykle do 150% kwoty limitu skarbowego oraz pełnomocnictwo do rachunku klienta w banku³),
- stałe (w formie kaucji opisanej w art. 102 Prawa bankowego⁴, hipoteki, zastawu, przewłaszczenia, poręczenia lub cesji),
- zmienne w postaci kaucji na rachunku banku (art. 102 Prawa bankowego).

Nazwa „zabezpieczenie stałe” wiąże się z tym, że wartość zabezpieczenia jest niezależna od bieżącej wyceny portfela transakcji skarbowych. Z kolei wartość wymaganego zabezpieczenia zmiennego jest funkcją wyżej wymienionej wyceny. Zabezpieczenie może odnosić się do pojedynczych transakcji w ramach limitu lub do całego limitu. Częściej stosowane jest drugie rozwiązanie, choć nie jest ono pozbawione wad. O ile bowiem nie budzi zastrzeżeń prawnych zabezpieczenie limitu w formie kaucji środków pieniężnych, gwarancji lub kredytu *stand-by*, o tyle wątpliwości pojawiają się w przypadku zabezpieczenia rzeczowego. Dopiero transakcja w ramach limitu jest stosunkiem prawnym między bankiem i jego klientem, i tylko stosunek prawny może być przedmiotem zabezpieczenia rzeczowego. W praktyce stosowane są dwojakiemu rodzaju rozwiązania tego problemu:

- 1) włączenie limitu skarbowego do limitu wierzytelności lub
- 2) zabezpieczenie limitu skarbowego w formie weksla zabezpieczonego zastawem, hipoteką lub przewłaszczeniem środków trwałych.

Standardem w relacjach między bankiem i przedsiębiorstwem jest zabezpieczenie prawne, do którego ustanowienia zobligowany jest klient banku. Oprócz niego w przypadku większości banków funkcjonujących w Polsce występuje wymóg wnoszenia i aktualizacji zabezpieczenia zmiennego. Stosunkowo rzadko spotyka się natomiast rozwiązanie polegające na żądaniu, oprócz zabezpieczenia prawnego, wyłącznie zabezpieczenia stałego. W związku z gwałtowną deprecjacją złotego w II połowie 2008 i I kwartale 2009 roku, czego konsekwencją był wzrost negatywnej, z punktu widzenia wielu klientów korporacyjnych, wyceny ich portfela instrumentów pochodnych, banki coraz częściej żądały, aby zobowiązania ich kontrahentów były zabezpieczone wszystkimi trzema formami (prawne, stałe i zmienne). Zwykle intencją dobezpieczenia ekspozycji zabezpieczeniem stałym wynikała z braku możliwości uzupełniania przez klientów korporacyjnych

³ Jedną z konsekwencji gwałtownego wzrostu zobowiązań przedsiębiorstw wobec banków z tytułu negatywnej wyceny portfela transakcji skarbowych jest podniesienie przez banki poziomu oświadczenia o poddaniu się egzekucji do co najmniej 250%.

⁴ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe, Dz.U. Nr 140, poz. 939 z późn. zm.

depozytów zabezpieczających kaucją. Zatem finalny pakiet zabezpieczeń w dobie deprecjacji złotego składał się z:

- zabezpieczenia prawnego,
- kaucji środków pieniężnych, która była uzupełniana w miarę wzrostu negatywnej, z punktu widzenia klienta banku, wyceny. Z chwilą uznania przez przedsiębiorstwo, że dalsze wpłaty kaucji zagroziłyby jego płynności lub podjęciu uwarunkowanej innymi przesłankami decyzji odnośnie do wstrzymania dopłat kaucji, zabezpieczenie kaucyjne *de facto* uległo przekształceniu ze zmiennego na stałe,
- zabezpieczenia stałego w formie niepieniężnej – najczęściej cesji z kontraktów, z których wpływy umożliwiłyby rozliczenie otwartych pozycji skarbowych. Oprócz cesji, w wyniku uzgodnień między bankami i ich klientami korporacyjnymi, pod warunkiem niezamykania otwartych pozycji przez bank, na zabezpieczenie przyjmowano nieruchomości oraz inne aktywa trwałe.

Najczęściej uzasadnieniem decyzji banków odnośnie do wzmocnienia zabezpieczeń były:

- wspomniany wcześniej brak dopłat kaucji,
- oczekiwanie odnośnie do dalszej deprecjacji złotego i wzrostu zmienności kursu polskiej waluty,
- brak pokrycia dla zawartych transakcji skarbowych w naturalnej ekspozycji klienta,
- pogorszenie kondycji ekonomiczno-finansowej klienta.

Wbrew obiegowym opiniom zaangażowanie podmiotów niefinansowych na pozagiełdowym rynku instrumentów pochodnych, podobnie jak w przypadku obrotu giełdowego, wiąże się najczęściej z koniecznością wnoszenia oraz ewentualnie uzupełniania depozytów zabezpieczających. Proces ten odnosi się zarówno do zabezpieczenia stałego, jak i zmiennego. O ile przewidują tak postanowienia umowy zabezpieczającej, w przypadku wzrostu negatywnej, z punktu widzenia klienta, banku wyceny portfela transakcji skarbowych, kontynuacja współpracy wymaga wpłaty dodatkowego depozytu. Jej wysokość jest funkcją stosowanego przez bank mechanizmu – wyróżnić można w tym zakresie następujące rozwiązania⁵:

- kaucja, jako określony procent wartości nominalnej transakcji skarbowych (wagi zależne od ryzyka poszczególnych transakcji, w tym relacji między kursem wykonania i bieżącym kursem kasowym oraz okresem do terminu rozliczenia transakcji),

⁵ Por. P. Woliński, Emisja euroobligacji – zabezpieczanie ryzyka, „Rynek Terminowy”, Nr 3, 2001 (13), s. 47.

- codzienne „równanie do rynku”, czyli MTM (ang. M2M, *Marking-To-Market*) – rynkowa wycena portfela następuje codziennie. Przed kolejnym dniem roboczym kaucja powinna być uzupełniona do poziomu odpowiadającego całej negatywnej wycenie. Kaucja deponowana jest najczęściej na wyodrębnionym, oprocentowanym rachunku. Jest to rachunek banku (kaucja w świetle art. 102 Prawa bankowego) lub zablokowany rachunek klienta w banku (ang. *Escrow account*)⁶. Możliwy jest również wariant polegający na zdefiniowaniu minimalnego poziomu MTM, po przekroczeniu którego inwestor jest wezwany do wniesienia środków. Okres, w którym klient ma uzupełnić depozyt zabezpieczający, zależy od stopnia przekroczenia kwoty progowej przez negatywną wycenę. Dlatego system ten nazywany jest systemem kwoty progowej (ang. *threshold amount*)⁷. Jeśli przekroczenie jest nie większe niż 25% kwoty progowej, wówczas klient ma 30 dni na dopłatę wymaganej kwoty (licząc od pierwszego dnia, w którym wystąpiło przekroczenie i zostało wysłane wezwanie do dopłaty). Jeśli wycena przekroczy kwotę progową o więcej niż 25% wpłata powinna nastąpić w ciągu jednego dnia roboczego od otrzymania stosownego wezwania. Należy jednocześnie dodać, że jeśli po wezwaniu do uzupełnienia depozytu wskutek zmian kursu walutowego wycena ulegnie redukcji do poziomu niższego od kwoty progowej, wysłane wcześniej wezwania do dopłaty stają się bezprzedmiotowe. W przypadku, gdy kwota zdeponowana na rachunku zablokowanym lub rachunku kaucji przekroczy wymagany poziom, nadwyżka zwracana jest klientowi (z zachowaniem zasady istotności oraz tylko wtedy, gdy nie występuje Przypadek Naruszenia Warunków Umowy),
- *reset swap* – codzienna wycena jest korygowana na bieżąco (zarówno ujemny, jak i dodatni MTM), a przepływy są nieodwracalne.

Jednym z zarzutów kierowanych przez kancelarie prawne, reprezentujące przedsiębiorstwa w sporach z bankami, był nieadekwatny poziom informacji o ryzyku zawieranych transakcji. Badanie przeprowadzone przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego (UKNF) w marcu 2009 roku wykazało, że w zdecydowanej większości przypadków banki w Polsce korzystają z wystandaryzowanej doku-

⁶ Rachunek zablokowany (ang. *Escrow account*) to rachunek, na który mogą być realizowane wyłącznie wpłaty klienta. Wpłata wymaga pisemnej zgody banku lub jest dokonywana przez bank na podstawie udzielonego mu przez klienta pełnomocnictwa. Rachunek typu *Escrow* zazwyczaj nie wiąże się z dodatkowymi kosztami dla klienta, ale oprocentowanie środków na nim zdeponowanych jest niższe od rynkowego. Odsetki wypłacane są klientowi w uzgodnionych okresach.

⁷ Kwota progowa jest identyfikowana z poziomem negatywnej, z punktu widzenia klienta, wyceny portfela zawartych przez niego transakcji skarbowych, do którego nie jest on zobligowany do wnoszenia depozytu zabezpieczającego. Jest to zatem odpowiednik kwoty zdolności kredytowej przedsiębiorstwa, bez uwzględnienia zabezpieczeń.

mentacji, dodatkowo weryfikowanej przez zewnętrzne kancelarie. Niektóre banki wprowadziły także zasady określone w dyrektywie MiFID, mimo że nie weszła ona jeszcze do polskiego ustawodawstwa. Tabela 2 zawiera informacje na temat zakresu stosowania MiFID w wybranych bankach w Polsce (deklaracje złożone przed powstaniem problemu opcji walutowych).

Tabela 2. Stosowanie zasad MiFID w wybranych bankach w Polsce (deklaracje banków złożone przed powstaniem problemu opcji walutowych)

Bank	Zakres zastosowania MiFID
PKO BP SA	Niektóre zasady, bank czeka na wprowadzenie ustawy w życie
ING BSK SA	Pełny
Deutsche Bank Polska SA	Pełny
Raiffeisen Bank Polska SA	Niektóre zasady
BRE Bank S.A.	Niektóre zasady
BZ WBK S.A.	Pełny
Bank Millennium SA	Niektóre zasady
Bank Pekao SA	Niektóre zasady, bank czeka na wprowadzenie ustawy w życie
Fortis Bank Polska SA	Pełny
Kredyt Bank SA	Niektóre zasady

Źródło: Adwokaci i Radcowie Prawni Izabella Żyglicka i Wspólnicy – podają za: A. Boczkowski, Opcje: raport po półrocznej walce, „Puls Biznesu” z 27 kwietnia 2009 r., s. 19.

Badanie UKNF wskazuje, że standardowo w opisaney powyżej dokumentacji znajdowały się następujące klauzule⁸:

- potwierdzenie świadomości ryzyka transakcji oraz zapoznania się z materiałami informacyjnymi,
- zastrzeżenie o braku doradztwa banku w zakresie zawieranych transakcji oraz niezależnym podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez klientów.

Wśród przyczyn problemu opcji walutowych wymienia się również nieodpowiedzialne doradztwo ze strony pośredników finansowych, którzy sugerowali podpisywanie umów i zawieranie transakcji z bankami oferującymi najwyższy poziom lewarowania. Nie zważano wówczas na niedopasowanie pozycji na rynku terminowym do naturalnej ekspozycji oraz ryzyko zmiany trendu na rynku walutowym⁹.

⁸ Podstawowe wnioski z analizy zaangażowania przedsiębiorstw w walutowe instrumenty pochodne, UKNF, 11 marca 2009 r. (dostępne na www.knf.gov.pl, 9 kwietnia 2009 r.).

⁹ P. Rutkowski, J. Piszczatowska, Pośrednicy finansowi odpierają zarzuty banków w sprawie opcji, „Parkiet” z 25 lutego 2009 r.

3. Ryzyko kredytowe na pozagiełdowym rynku instrumentów pochodnych

Współpraca pomiędzy bankiem i klientem opiera się na limicie skarbowym (niekiedy ulegającym rozbięciu na sublimit kasowy i terminowy). Kwota limitu skarbowego jest funkcją, z jednej strony, potrzeb klienta, z drugiej zaś – jego możliwości w sensie zdolności do obsługi długu. Z wyjątkiem instrumentów, które nie generują dla banku ryzyka kredytowego (np. opcje zakupione przez klienta), weryfikacja potrzeb polega na skonfrontowaniu naturalnej ekspozycji klienta z wnioskowanym zaangażowaniem z tytułu instrumentów pochodnych.

Kwota przyznanego limitu skarbowego służy określeniu maksymalnej ekspozycji banku z tytułu kasowych przewalutowań oraz wyznaczeniu wartości nominalnej poszczególnych transakcji terminowych, zgodnie z wagami zależnymi od zmienności i specyfiki produktu.

Suma ważonych wartości nominalnych instrumentów pochodnych zawartych w ramach limitu skarbowego nie powinna przekraczać kwoty limitu:

$$L = \sum_{i=1}^n A_i \cdot w_i, \quad (1)$$

gdzie:

L – kwota limitu skarbowego suma kwot nominalnych transakcji terminowych,
 A_i – instrument pochodny (produkt) i ,
 w_i – waga przypisana do produktu i .

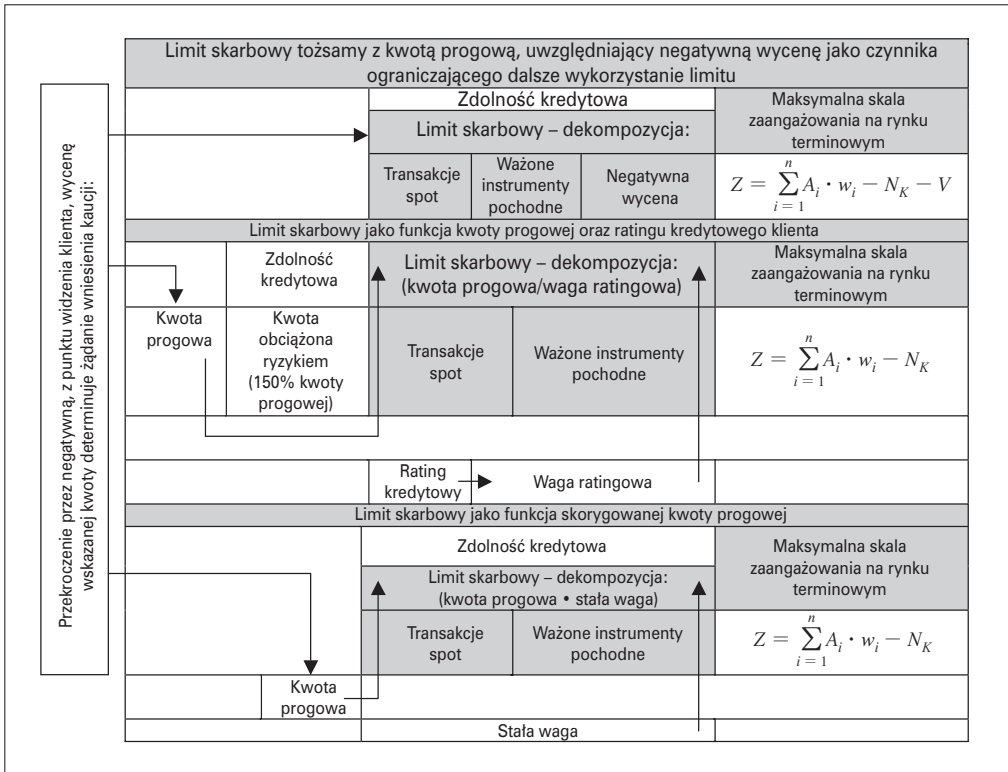
Limit skarbowy jest przyznawany na zdefiniowany okres, zwykle zależny od kondycji ekonomiczno-finansowej klienta. Wygaśnięcie limitu oznacza jedynie to, że nie mogą być zawierane nowe transakcje z klientem. Dla funkcjonujących produktów, pomimo wygaśnięcia limitu, nadal obowiązują takie parametry, jak kwota progowa oraz zabezpieczenia.

Wyróżnić można trzy konstrukcje wiążące limit skarbowy z ryzykiem kredytowym:

- 1) limit skarbowy tożsamy z kwotą progową, uwzględniający negatywną wycenę jako czynnik ograniczający dalsze wykorzystanie limitu;
- 2) limit skarbowy jako funkcja kwoty progowej oraz ratingu kredytowego klienta;
- 3) limit skarbowy jako funkcja skorygowanej kwoty progowej.

Wymienione powyżej warianty zilustrowano na rysunku 1.

Rysunek 1. Typologia limitów skarbowych funkcjonujących na polskim rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych



Oznaczenia:

Z – maksymalna skala zaangażowania na rynku terminowym,

N_K – ekspozycja z tytułu transakcji kasowych,

A_i – wartość nominalna i -tego rodzaju instrumentu pochodnego,

w_i – waga ryzyka i -tego instrumentu pochodnego,

V – bieżąca wycena portfela instrumentów pochodnych (pozytywna z punktu widzenia banku; w kalkulacji uwzględniona ze znakiem dodatnim).

Źródło: opracowanie własne.

W każdym z wariantów zaprezentowanych na rysunku 1 występują wagi ryzyka i -tego instrumentu pochodnego. Są one funkcją zmienności rynku, okresu do terminu zapadalności instrumentu¹⁰ oraz jego specyfiki. W jednym z mechanizmów występują natomiast dodatkowo wagi ratingowe, nawiązujące do rekomen-

¹⁰ W praktyce występują dwa alternatywne rozwiązania w zakresie wykorzystania limitu:

- 1) okres transakcji w ramach limitu nie może przekroczyć terminu ważności limitu;
- 2) bank precyzuje maksymalne okresy ważności poszczególnych typów transakcji w ramach limitu
 - okres limitu jest wówczas *de facto* jedynie czasem, w którym można zawierać nowe transakcje.

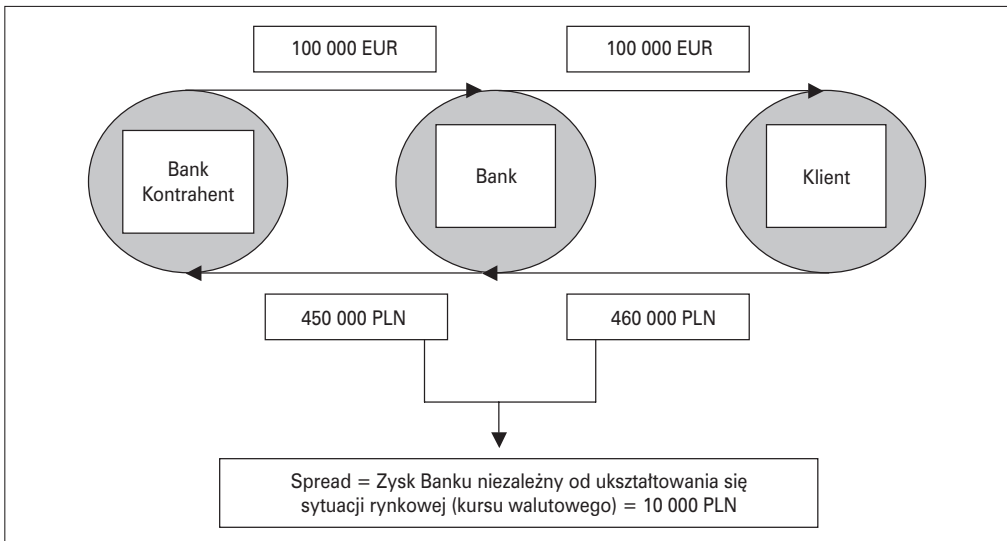
dowanego przez Bazylejski Komitet ds. Nadzoru Bankowego systemu estymacji współczynnika adekwatności kapitałowego, określanego jako metoda wewnętrznych ratingów (ang. *IRB, Internal Rating Based Approach*). Waga ratingowa jest tym wyższa, im lepszy jest rating. Skutkuje to następującymi konsekwencjami:

- przy założeniu takiego samego poziomu limitu skarbowego dla klienta z wysokim (dobrym) ratingiem oraz dla klienta z niskim ratingiem, bank szybciej wezwie podmiot o niskim ratingu do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego (niższy poziom negatywnej, z punktu widzenia klienta, wyceny będzie determinował konieczność wpłaty kaucji),
- dla takiego samego poziomu kwoty progowej dla klienta z wysokim i klienta z niskim ratingiem, wyższy limit skarbowy będzie charakteryzował klienta o niskim ratingu.

4. Problem opcji walutowych z perspektywy sektora bankowego

Banki w Polsce zasadniczo starają się zawierać transakcje skarbowe w taki sposób, aby nie ponosić ryzyka rynkowego (w tym ryzyka zmian kursu walutowego). Jest to możliwe dzięki stosowaniu mechanizmu określanego jako *back-to-back hedging*. Oznacza to każdorazowe inicjowanie operacji domykającej ryzyko wynikające z transakcji zawartej z klientem korporacyjnym, co na przykładzie forwardu dostawnego przedstawiono na rysunku 2.

Rysunek 2. Przykład transakcji typu *back-to-back hedging*



Źródło: opracowanie własne.

Back-to-back hedging wprawdzie znacząco ogranicza ryzyko rynkowe ponoszone przez banki w Polsce, ale wiąże się z ryzykiem płynności. Wynika ono z faktu, że na wzór relacji między bankami i ich klientami korporacyjnymi banki – kontrahenci (zwykle globalne duże banki inwestycyjne) określają kwoty progowe dla banków w Polsce. Zważywszy na to, że ich suma jest zdecydowanie niższa od sumy kwot progowych ustanowionych dla klientów korporacyjnych, po stronie banków w Polsce powstaje presja na środki pieniężne, aby nie zaistniał przypadek naruszenia warunków umowy. Jest to jeden z głównych powodów, dla którego banki w Polsce w okresie silnej deprecjacji złotego naciskały na swoich klientów korporacyjnych, aby ci terminowo uzupełniali depozyty, niezależnie od tego, czy otwarte pozycje na rynku terminowym były skorelowane z naturalną ekspozycją, czy też nie. Ewentualne unieważnienie umów opcyjnych między bankami i przedsiębiorstwami, będące skutkiem wdrożenia jednego z projektów ustaw rekomendowanych przez partie polityczne, spowoduje, że ciężar strat zostanie przeniesiony na banki, czego dowodzi mechanizm przedstawiony na rysunku 2. Banki z kolei prawdopodobnie pozwą Skarb Państwa za szkody związane z uchwaleniem prawa umożliwiającego rozwiązanie przez przedsiębiorców umów opcyjnych¹¹.

Na koniec 2008 roku banki utworzyły rezerwy oraz dokonały korekt aktualizacyjnych z tytułu zawartych z przedsiębiorstwami transakcji pochodnych, w wysokości 1,34 mld PLN¹². Wpłynęło to negatywnie na ich wyniki i tym samym na możliwość rozwijania akcji kredytowej, uzależnionej od poziomu kapitału regulacyjnego. W tym przypadku ujawnia się efekt dwukanałowego negatywnego oddziaływania deprecjacji złotego na potencjał banków w zakresie ekspansji kredytowej. Z jednej strony deprecjacja wpływa na obniżenie zdolności kredytowej przedsiębiorstw i osób fizycznych (wzrost rezerw), z drugiej zaś na wzrost wartości ekspozycji w walutach obcych (pasywna akcja kredytowa determinująca obniżenie współczynnika wypłacalności).

Analiza problemu znacznego poziomu negatywnej wyceny portfela instrumentów pochodnych po stronie przedsiębiorstw ujawniła również nieprawidłowości po stronie banków. Zaliczyć do nich można:

- oferowanie produktów spekulacyjnych, w niektórych przypadkach wprowadzanych do oferty bez aprobaty odpowiednich organów banku,
- niewłaściwy system motywacyjny dla pracowników *treasury*, którzy w pierwszej kolejności oferowali instrumenty o podwyższonym ryzyku (w tym opcje walutowe oraz długoterminowe swapy), w niektórych przypadkach nieodpowiednie w stosunku do profilu ryzyka klienta,

¹¹ B. Jagodziński, Czy nowe prawo może ingerować w umowy opcyjne, „Gazeta Prawna” z 17 lutego 2009 r.

¹² Podstawowe wnioski z analizy..., *op. cit.*

- nieefektywne procedury w zakresie weryfikacji rzeczywistego zapotrzebowania klientów korporacyjnych na instrumenty zabezpieczające przed ryzykiem walutowym,
- nieadekwatny monitoring zaangażowania klienta na rynku terminowym, jego zdolności kredytowej oraz wyceny portfela pod kątem ograniczenia strat poprzez zamknięcie pozycji, jeśli negatywna wycena osiągnie określony poziom, a klient nie złoży wymaganego depozytu zabezpieczającego,
- brak mechanizmu *stop loss* oraz efektywnych procedur niezwłocznego zamykania pozycji, jeśli klient nie uzupełni depozytu,
- przewlekłe negocjacje z klientami w przypadku utrzymywania otwartych pozycji na rynku terminowym generowały ryzyko powiększania się strat. Zamiast zamykać pozycje, banki w niektórych przypadkach podwyższały przyznane limity skarbowe. Wziąwszy pod uwagę fakt, że dany bank zazwyczaj nie zakładał, iż inne banki również zwiększą limit (dopuszczą przyrost negatywnej wyceny), zobowiązania przedsiębiorstw rosły w sposób niekontrolowany, znacznie wykraczając poza ich zdolność kredytową,
- brak możliwości wykazania przed właściwym sądem dowodów, że transakcje zawarto na wyraźną prośbę klientów, deklarujących świadomość ponoszonego ryzyka. Wskazany problem wiąże się z tym, że w niektórych przypadkach, wbrew procedurom bankowym, telefoniczne rozmowy z klientami nie były nagrywane. Pomimo braku nagrania dowodem może być jednak pisemne potwierdzenie transakcji, zwyczajowo przesyłane przez bank do klienta. Klient ma prawo zgłosić zastrzeżenia do zawartej transakcji w ciągu 1 dnia roboczego od otrzymania potwierdzenia. Jeśli tego nie uczyni, w świetle uprzednio zaakceptowanego regulaminu transakcję uważa się za zawartą.

Podsumowując rozważania dotyczące konsekwencji problemu opcji walutowych z punktu widzenia sektora bankowego, należy zwrócić uwagę na fakt, że negatywna wycena opcji nie jest w interesie banków, gdyż:

- banki ponoszą ryzyko kredytowe kontrahenta, tym większe, im wyższa jest negatywna wycena pozycji. Oznacza to również konieczność tworzenia rezerw pomniejszających wynik banku,
- dodatnia wycena pozycji klienta dowodzi, że bank, jako instytucja zaufania publicznego, dba o jego interesy,
- dodatnia, z punktu widzenia klienta, wycena daje możliwość korzystnego zamknięcia jej przed terminem umownym (poprzez zawarcie transakcji przeciwstawnej),
- znaczny wzrost negatywnej wyceny generuje dodatkowe koszty związane z koniecznością zaangażowania pracowników banku w proces monitoringu kosztem realizacji innych (dochodowych) zadań.

5. Podsumowanie

Problem opcji walutowych jest przesłanką do podnoszenia niektórych kwestii związanych z konkurencyjnością sektora bankowego w Polsce. Należy do nich fiskalny sposób traktowania rezerw na należności. Dotychczas nie były one uznawane za koszty podatkowe, co prowadziło do tego, że bank, mimo pogorszenia wyników, płacił relatywnie wysoki podatek dochodowy. Obecnie coraz większa grupa ekspertów opowiada się za zmianą tego rozwiązania, aby zachęcić banki do ujawniania rzeczywistej skali problemu szacowanych strat przedsiębiorstw na rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych oraz oczekiwanych strat banków z tytułu nierozliczenia pozycji¹³. Problem opcji walutowych ujawnił nieefektywność stosowanych w bankach mechanizmów wiążących ryzyko rynkowe z ryzykiem kredytowym i ryzykiem płynności, determinując konieczność:

- limitowania portfela instrumentów pochodnych banku (np. wartość nominalna/suma bilansowa; wycena/suma bilansowa, itp.),
- utrzymywania udziału banku w rynku OTC w bliskiej relacji do udziału w rynkach innych produktów bankowych,
- wprowadzenia efektywnego systemu pomiaru ryzyka rynkowego oraz wiarygodności wyceny portfela instrumentów pochodnych na czynniki ryzyka rynkowego,
- okresowej weryfikacji naturalnej ekspozycji klientów i dostosowywania do nich kwot i struktur limitów skarbowych,
- akceptacji przez odpowiednie komitety banku strategii handlowej w zakresie instrumentów pochodnych oraz spektrum produktów skarbowych, wyłączając z listy instrumenty spekulacyjne,
- weryfikacji przez banki naturalnej ekspozycji na podstawie faktycznie występujących kontraktów i umów dotyczących zobowiązań finansowych,
- monitorowania strony formalnej dokumentacji (między innymi podpisów osób upoważnionych do zawierania tego rodzaju transakcji, pisemnych potwierdzeń ze strony klientów, nagrań, itp.),
- zmiany systemów premiowych w bankach tak, aby nie faworyzowały one dochodowych, ale ryzykownych z punktu widzenia klienta transakcji,
- okresowego monitorowania kondycji ekonomiczno-finansowej dłużników, również pod kątem zobowiązań z tytułu rozliczenia transakcji skarbowych w innych bankach,

¹³ R. Grzyb, Banki zamieniają opcje na kredyty, „Gazeta Prawna” z 19 marca 2009 r.

- wypracowania narzędzi do oceny naturalnej ekspozycji i stopnia jej zabezpieczenia (na bazie sprawozdań przepływów pieniężnych w walutach obcych),
- upowszechnienia testu MiFID i dyferencjacji klientów na podstawie jego wyników (szczególnie z segmentu MSP),
- podjęcia współpracy pomiędzy bankami w zakresie wymiany informacji o transakcjach skarbowych zawartych przez klienta w poszczególnych bankach – płaszczyzną takiej współpracy może być Biuro Informacji Kredytowej, a podstawą do dyskusji o pakiecie wymienianych informacji tygodniowe raporty przygotowywane przez banki na potrzeby KNF,
- dostosowania globalnej kwoty progowej po stronie transakcji z klientami korporacyjnymi z globalną kwotą progową dla transakcji domykających, zawartych na rynku międzybankowym,
- oceny systemu limitów skarbowych w bankach pod kątem zastosowanych produktowych wag ryzyka oraz relacji między kwotą limitu, kwotą progową oraz potencjalnym wolumenem transakcji,
- weryfikacji dokumentacji prawnej pod kątem możliwości zakwestionowania niektórych zawartych w niej klauzul,
- przeprowadzenia intensywnych szkoleń z zakresu instrumentów pochodnych dla analityków bankowych,
- weryfikacji podejścia, umożliwiającego podjęcie współpracy w zakresie instrumentów pochodnych z nowymi klientami banku,
- zmiany zasady obciążania limitu wyłącznie aktualnym ekwiwalentem delta, co prowadzi do tego, że w okresie niskiej zmienności limit jest obciążany relatywnie niskimi kwotami,
- weryfikacji materiałów marketingowych banków pod kątem ich zgodności z MiFID i ewentualnych zarzutów klientów o doradztwo i nieinformowanie o pełnym profilu ryzyka transakcji skarbowych,
- zmiany podejścia banków do wyceny instrumentów pochodnych, tj. podjęcia działań na rzecz możliwości wyceny każdego oferowanego produktu we własnym zakresie oraz położenia większego akcentu na kwotowaniach rynkowych niż założeniach modelowych,
- wdrożenia narzędzi służących zarządzaniu portfelem opcji.

6. Bibliografia

Dokumenty prawne:

1. Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 roku w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID).
2. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe, Dz.U. Nr 140, poz. 939 z późn. zm.

Wydawnictwa zwarte:

1. Niedziółka P., Metody zarządzania ryzykiem kredytowym banku na pozagiełdowym rynku instrumentów, referat na konferencję: „Bankowość, finanse, ubezpieczenia i rynki kapitałowe w dobie integrującej się Europy”, w: Rynki kapitałowe, red. W. Bień, Mikołajki 2005.

Artykuły prasowe i okolicznościowe:

1. Boczkowski A., Opcje: raport po półrocznej walce, „Puls Biznesu” z 27 kwietnia 2009 r.
2. Grzyb R., Banki zamieniają opcje na kredyty, „Gazeta Prawna” z 19 marca 2009 r.
3. Jagodziński B., Czy nowe prawo może ingerować w umowy opcyjne, „Gazeta Prawna” z 17 lutego 2009 r.
4. Podstawowe wnioski z analizy zaangażowania przedsiębiorstw w walutowe instrumenty pochodne, UKNF, 11 marca 2009 r.
5. Rutkowski P., Piszczatowska J., Pośrednicy finansowi odpierają zarzuty banków w sprawie opcji, „Parkiet” z 25 lutego 2009 r.
6. Woliński P., Emisja euroobligacji – zabezpieczanie ryzyka, „Rynek Terminowy”, Nr 3, 2001 (13).

Strony internetowe:

1. www.isda.org

Kasowy dochód do opodatkowania – rozważania teoretyczno-empiryczne¹

1. Wprowadzenie

Problem opodatkowania działalności przedsiębiorstw budzi kontrowersje nie tylko w aspekcie ustalania podstawy opodatkowania, ale również w kwestii wysokości samej stawki podatkowej. Analizując zasady opodatkowania podatkiem dochodowym osób prawnych, a także porównując je z zasadami opodatkowania podatkiem dochodowym osób fizycznych, można zauważyć, że podmioty opodatkowania nie są traktowane jednakowo. Z podstawowych zasad podatkowych, zaproponowanych przez Adama Smitha czy Adolfa Wagnera, wydaje się, że nie wszystkie są spełnione. Wątpliwości budzą zasady pewności opodatkowania, dogodności, czy też ekonomiczna i sprawiedliwego opodatkowania. Niniejsze opracowanie jest jedynie próbą wskazania skutków zmiany w zasadach naliczania podatku dochodowego.

2. Wady opodatkowania podatkiem dochodowym

Podstawowym aktem prawnym regulującym podatek CIT (ang. *corporate income tax*) jest obowiązująca od 1992 roku ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych².

Według zasad ogólnych przedmiotem opodatkowania podatkiem dochodowym jest dochód, bez względu na rodzaj źródeł przychodów, z jakich dochód ten został osiągnięty. Dochodem jest nadwyżka sumy przychodów nad kosztami ich uzyskania, osiągnięta w roku podatkowym; jeżeli koszty uzyskania przychodów przekraczają sumę przychodów, różnica jest stratą. W przypadku, gdy podatnik poniósł stratę w roku podatkowym, o wysokość tej straty może obniżyć dochód w najbliższych, kolejno po sobie następujących, 5 latach podatkowych, z tym że wysokość obniżenia w którymkolwiek z tych lat nie może przekroczyć 50% kwoty tej straty.

¹ Na podstawie badań statutowych pod kierunkiem naukowym dr. Tomasza Cicirko, zatytułowanych System podatkowy a płynność finansowa przedsiębiorstw, SGH, 2009, skład zespołu: dr Monika Czerwonka, dr Piotr Russel, mgr Leszek Mosiejko.

² Dz.U. z 2000 r. Nr 54 poz. 654 z późn. zm.

Przychodami podatkowymi są nie tylko otrzymane środki pieniężne, ale również inne wartości, np. różnice kursowe, wartość nieodpłatnie lub częściowo odpłatnie otrzymanych rzeczy, praw lub innych świadczeń. Za przychody związane z działalnością gospodarczą i z działami specjalnymi produkcji rolnej, uważa się także należne przychody, choćby nie zostały jeszcze faktycznie otrzymane, po wyłączeniu wartości zwróconych towarów, udzielonych bonifikat i skont.

Przy określaniu momentu powstania przychodów, jako ogólną zasadę przyjęto, że przychód należny będzie powstawał w dniu wydania rzeczy, zbycia prawa majątkowego lub wykonania usługi, w tym częściowego wykonania usługi, nie później niż w dniu:

- wystawienia faktury, albo
- uregulowania należności.

W przypadku usługi rozliczanej w okresach rozliczeniowych przychód powstaje w ostatnim dniu okresu rozliczeniowego, określonego w umowie lub fakturze (nie rzadziej niż raz w roku). Rozwiązanie to jest również stosowane do ustalania daty powstania przychodów z tytułu dostawy energii elektrycznej, ciepłej i gazu przewodowego.

W odniesieniu do przychodów, do których nie mają zastosowania powyższe rozwiązania, przepisy podatkowe wskazują, że datą powstania takiego przychodu jest dzień otrzymania zapłaty.

Za koszty podatkowe uznawane są koszty poniesione w celu osiągnięcia przychodów lub zachowania albo zabezpieczenia źródła przychodów. Zaliczeniu do kosztów podatkowych podlegają więc różnego rodzaju ogólne wydatki związane z funkcjonowaniem firmy. Koszty bezpośrednio związane z przychodami są rozliczane w roku, w którym zostają osiągnięte związane z nimi przychody. Inne koszty są rozliczone albo w momencie poniesienia, albo w czasie, np. amortyzacja. Za datę poniesienia kosztu uznaje się dzień ujęcia kosztu w prowadzonych przez podatnika księgach rachunkowych na podstawie faktury lub innego dowodu księgowego.

W celu obliczenia należnego podatku dochodowego konieczne jest ustalenie podstawy opodatkowania, czyli w ogólnym rozumieniu różnicy między przychodami podlegającymi opodatkowaniu a kosztami uzyskania przychodu.

Wskazać należy, że polskie rozwiązania podatkowe w pewnej części wskazują na opodatkowanie dochodów jako różnicy między pieniężnymi przychodami i kosztami.

Analizując polskie zasady opodatkowania podatkiem dochodowym osób prawnych, w kontekście zasad podatkowych Adama Smitha i Adolfa Wagnera, można wskazać na następujące rozbieżności pomiędzy teorią a praktyką:

- 1) złamanie zasady dogodności, która postuluje, aby podatki były pobierane w najbardziej dogodnym dla podatników czasie i najbardziej dogodnej dla

nich formie – w myśl aktualnie obowiązujących przepisów podatek musi być zapłacony niezależnie od tego, czy przedsiębiorstwo otrzyma zapłatę za dostarczony towar/wykonaną usługę, czy też nie. Podatek płaci się bowiem od wysokości dochodu podatkowego, rozumianego jak różnica między przychodami a kosztami ich uzyskania. Przyjęcie dochodu jako podstawy opodatkowania powoduje, że możliwa jest sytuacja, iż przedsiębiorstwo będzie zobligowane do płacenia podatku nawet wówczas, gdy jego działalność nie generuje dodatnich przepływów pieniężnych;

- 2) nieprzestrzeganie zasady pewności, która mówi o tym, że podatki muszą być precyzyjnie i jasno określone, a nie kształtowane dowolnie przez organy podatkowe. W Polsce przepisy regulujące zasady opodatkowania podmiotów gospodarczych są skomplikowane, nieprzejrzyste i budzące wiele wątpliwości interpretacyjnych. Dodatkowo ustawy podatkowe są bardzo często nowelizowane, co jeszcze bardziej utrudnia podatnikom prawidłowe rozliczenie się z zobowiązań podatkowych;
- 3) złamanie zasady równości, która zakłada, że wszyscy podatnicy uzyskujący taki sam dochód powinni być tak samo traktowani, bez żadnych przywilejów. Zasada ta nie jest przestrzegana, np. z powodu:
 - stosowania ulg i zwolnień podatkowych (np. obowiązujące aktualnie przywileje z tytułu lokalizacji przedsiębiorstwa na terenie jednej z 14 specjalnych stref ekonomicznych, które stawiają w uprzywilejowanej pozycji podmioty prowadzące tam działalność gospodarczą),
 - możliwości dokonywania jednorazowych odpisów amortyzacyjnych tylko przez małych podatników oraz tych, którzy w roku podatkowym rozpoczęli działalność gospodarczą,
 - nieobjęcia podatkiem dochodowym rolników;
- 4) złamanie zasady taniości, która mówi o potrzebie utrzymania jak najniższych kosztów poboru podatku – szacuje się, że koszt związany z poborem podatków dochodowych w Polsce sięga blisko 30% wpływów z tego tytułu (dla porównania, ogólne koszty fiskalizmu są szacowane na poziomie 13% wpływów podatkowych)³;
- 5) niska wydajność fiskalna podatków dochodowych w porównaniu do podatków pośrednich – przedsiębiorstwo ma zazwyczaj możliwość sterowania wielkością kosztów uzyskania przychodów, co sprawia, że rosną koszty poboru tego podatku, a jego wydajność fiskalna maleje. Ponadto część podmiotów gospodarczych w celu zmniejszenia swoich zobowiązań podat-

³ F. Grądalski, System podatkowy w świetle teorii optymalnego opodatkowania, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2006, s. 219.

kowych decyduje się na tzw. optymalizację podatkową, z wykorzystaniem spółek zarejestrowanych w krajach, w których obowiązują bardzo niskie bądź zerowe stawki opodatkowania podatkiem dochodowym;

- 6) w przypadku podatku dochodowego od osób prawnych można mówić o zjawisku podwójnego opodatkowania – po raz pierwszy dochód jest opodatkowany na poziomie spółki, a następnie po opodatkowaniu i podziale następuje ponowne opodatkowanie tego dochodu w formie podatku od dywidendy;
- 7) złamanie zasady ekonomicznej, która postuluje, by w wyniku ciężarów podatkowych nie był naruszany majątek podatnika (podatek winien być pokrywany z bieżących dochodów – wpływów). Różnica pomiędzy memoriałowym a kasowym ujęciem podstawy opodatkowania może doprowadzić do sytuacji, że pomimo wykazywania dochodu (memoriałowego) do opodatkowania, jednostka może mieć problemy z wywiązaniem się z zobowiązań podatkowych, z uwagi na brak środków pieniężnych. Przykładem jest sytuacja, w której odbiorcy nie regulują terminowo swoich wierzytelności, co przekłada się na pogorszenie płynności sprzedawcy.

3. Koncepcja kasowego ustalania podstawy naliczania podatku

Klasyyczna definicja podstawy podatku *cash flows* została sformułowana w 1948 roku przez E. Browna, która oddziela wpływy i wydatki z transakcji realnych od wpływów i wydatków pochodzących z transakcji finansowych. Brown oblicza podstawę opodatkowania według strumieni pieniężnych wywodzących się z transakcji realnych. Dlatego też ten wariant podatku *cash flows* nazywany jest w literaturze fachowej jako *R-base tax* (ang. *R – real items*)⁴. Podstawą opodatkowania *R-base tax* jest saldo wynikające z różnicy pomiędzy wpływami ze sprzedaży realnie wytworzonych dóbr, usług i części realnego majątku oraz wszelkich wydatków, niezależnie od tego, czy są one pokrywane ze środków własnych, czy zewnętrznych. Jeżeli saldo to byłoby ujemne, wówczas różnica podlegałaby natychmiastowemu zwrotowi przez urząd skarbowy. Taka konstrukcja podatku *cash flows* czyni go całkowicie neutralnym pod względem decyzji inwestycyjnych oraz źródeł finansowania inwestycji. Polega ona na tym, że każdy wydatek inwestycyjny jest quasi finansowany poprzez zmniejszenie podatku i tym samym obciąża urząd skarbowy. Jeżeli zaś te wydatki przewyższają w danym okresie wpływy, to tak powstała strata jest przez urząd skarbowy natychmiast wyrównywana⁵.

⁴ E. C. Brown, *Business-income taxation and investment incentives*, w: *Income, employment and public policy, essays in honor of Alvin H. Hansen*, praca zbiorowa pod red. L. A. Metzlera, New York 1948, s. 300–314; za F. Grądalski, *System podatkowy...*, *op. cit.*, s. 224.

⁵ F. Grądalski, *System podatkowy...*, *op. cit.*, s. 224–225.

Charakterystyczną cechą podatku od płynności (*cash flows*) jest ochrona wydatków inwestycyjnych przed opodatkowaniem. Jest to zasadniczo różna koncepcja od aktualnie stosowanej, przy wykorzystaniu systemu podatkowego opierającego się na podatku dochodowym od osób prawnych. Dzięki nieopodatkowaniu wydatków inwestycyjnych zostaje zachowana w przedsiębiorstwie neutralność względem decyzji bieżących oraz decyzji dotyczących przyszłych okresów. Jest to spowodowane konstrukcją podatku *cash flows*, która zakłada zupełnie inny sposób obliczania podstawy opodatkowania niż w przypadku obecnie obowiązującego podatku dochodowego nakładanego na zysk firmy.

Ogólna definicja podatku *cas flows* przyjmuje, że podstawą opodatkowania jest różnica między pieniężnymi wpływami danego okresu a pieniężnymi wydatkami tego okresu. Zasadnicza różnica pomiędzy tak określoną podstawą opodatkowania a dochodem (wymiar memoriałowy) polega na tym, że w podstawie podatku *cash flows* nie uwzględnia się przychodów (generujących należności) i kosztów (generujących zobowiązania) – czyli zdarzeń, które w danym okresie nie skutkują strumieniami pieniężnymi. Całkowita kwota nakładów inwestycyjnych jest natomiast po stronie wydatków. W ten sposób konstrukcja podatku *cash flows* wyłącza wydatki inwestycyjne z opodatkowania i jest bardzo podobna do konstrukcji dochodu, w której po stronie kosztów występowałyby jednorazowa i natychmiastowa amortyzacja środków trwałych⁶.

Taka konstrukcja podatku *cash flows* w odniesieniu do firm i ich właścicieli spełnia wymogi systemu zorientowanego na opodatkowanie bieżącej konsumpcji, gdyż chroni oszczędności i inwestycje przed opodatkowaniem. Kapitały własne i obce w firmie będą wtedy opodatkowane, jeśli wypłaty na rzecz właścicieli nie zostaną zainwestowane, ale przeznaczone na konsumpcję. Gdyby zostały zainwestowane, stałyby się wydatkiem inwestycyjnym w firmie i jednocześnie pomniejszyły podstawę podatku *cash flows*. Do podstawowych zalet podatku *cash flows* zalicza się⁷:

- podatek *cash flows* nie zniekształca w firmie decyzji pomiędzy konsumpcją bieżącą i przyszłą, ponieważ koszt inwestycji powiększony o koszt obsługi kredytu inwestycyjnego pomniejsza podstawę opodatkowania,
- w przypadku *cash flows* znika problem okresowej klasyfikacji udziału środków trwałych w kształtowaniu kosztów i tym samym zysku w firmie.

⁶ Problemy dyskusyjne tworzą się w momencie liczbowej konkretyzacji samej podstawy opodatkowania. Dyskusyjny jest problem, w jaki sposób, i czy w ogóle, ujmować wpływy z zewnętrznych źródeł zasilania oraz, jak traktować wydatki (bieżące i inwestycyjne) finansowane z tych źródeł. Innym problemem jest kwestia ujęcia w podstawie opodatkowania dochodów z transakcji finansowych. F. Grądalski, System podatkowy..., *op. cit.*, s. 224.

⁷ *Ibidem*, s. 226.

Plany amortyzacyjne stają się zbędne, co obniża koszty wymiaru i poboru podatków oraz redukuje koszty płacenia podatków przez firmy,

- podatek *cash flows* jest neutralny pod względem źródeł finansowania inwestycji. Inwestycje finansowane ze środków własnych i zewnętrznych są podatkowo jednakowo ujmowane. Rozszerza to zakres potencjalnych możliwości finansowania potrzeb rozwojowych w przedsiębiorstwie,
- jeżeli podatek *cash flows* stałby się podatkiem powszechnym, wówczas wybór formy prawnej przedsiębiorstwa nie miałby żadnego znaczenia z punktu widzenia zobowiązań podatkowych. Podatek *cash flows* jest również neutralny wobec prawnej i organizacyjnej formy przedsiębiorstwa, co znacznie obniżyłoby koszty ponoszone przez przedsiębiorców dla rozpoczęcia działalności gospodarczej.

Powyższe rozwiązanie dotyczące wydatków inwestycyjnych wywołuje jednak dwa niekorzystne efekty. **Po pierwsze**, istnieje bardzo duże prawdopodobieństwo, że w momencie wprowadzenia wspomnianych zasad opodatkowania mogłyby zostać zachwiane wpływy do budżetu, zwłaszcza w pierwszych okresach funkcjonowania takiego systemu (istnieje wysokie ryzyko, że wpływy zostałyby istotnie zmniejszone). Możliwości pomniejszenia podstawy opodatkowania o pełne wydatki inwestycyjne na zakup wartości niematerialnych i prawnych lub środków trwałych (a także wydatki na ulepszenie istniejących środków trwałych) zapewne byłyby wykorzystane przez podatników. Skutkować by to mogło wykazywaniem ujemnych przepływów pieniężnych, a w konsekwencji niepłaceniem podatku. **Po drugie**, system amortyzacji (kosztów uzyskania przychodów) może być wykorzystywany do funkcji stymulowania gospodarki, czyli nakierowywania wydatków na określone dobra inwestycyjne.

W odniesieniu do kwestii niepomniejszania podstawy opodatkowania o wydatki wynikające z kosztów obsługi źródeł finansowania, należy wskazać, że rozwiązanie to ma jedną podstawową wadę. Obecnie występujące możliwości finansowania działalności przedsiębiorstwa lub zakupu określonych aktywów wykorzystują efekt tarczy podatkowej. Wylimitowanie tegoż efektu mogłoby mieć niekorzystne konsekwencje, tzn. niektóre źródła finansowania (np. leasing) stałyby się zbyt kosztowne, co by groziło nawet upadłością firm oferujących tego typu usługi.

Na podstawie zaprezentowanej koncepcji podatku *cash flows* powstała autorska koncepcja kasowego opodatkowania dochodów. Istota kasowego opodatkowania dochodów sprowadza się do przejścia z poziomu dochodu do opodatkowania podatkiem dochodowym (poziomu memoriałowego) na poziom kasowy. Oto główne założenia tej koncepcji:

- przyjęto, że opodatkowaniu będą podlegać wszelkie przychody osiągnięte przez podatnika, jeżeli tylko będą to przychody w wymiarze kasowym,

a nie memoriałowym – jest to podstawowa różnica w porównaniu do podatku dochodowego (przy czym należy pamiętać, że niektóre kategorie przychodów podlegających opodatkowaniu, jak też i kosztów uzyskania przychodów, taki wymiar już zawiera),

- wydatki na zakup wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych nie będą wpływały w pełni i jednorazowo na obniżenie podstawy opodatkowania (tak jak w idei podatku *cash flows*), lecz będą podlegać rozliczaniu w czasie, na zasadach identycznych i zgodnych z obowiązującymi aktualnie rozwiązaniami amortyzacyjnymi (np. wydatek na nabycie, wytworzenie itp. środka trwałego, dla którego przypisana jest 20% stawka amortyzacyjna, podlegałyby rozliczaniu przez 5 lat – liniowo lub byłby rozliczany w okresie krótszym, zgodnie z obowiązującą w podatku dochodowym degresywną metodą amortyzacji) – wydatki na ulepszenie środków trwałych obniżałyby podstawę opodatkowania identycznie jak w przypadku poniesionych kosztów ulepszeń, jednakże pomniejszeń można by dokonywać nie wcześniej niż po wydatkowaniu pieniędzy, co by stanowiło dopiero podstawę do zmiany wartości początkowej środka trwałego,
- wydatki z tytułu kosztów obsługi zadłużenia stanowią pomniejszenie podstawy opodatkowania w momencie poniesienia,
- w przeprowadzonych badaniach została pominięta kwestia rozliczania przez podatnika straty podatkowej (tj. ujemnych przepływów pieniężnych), jednakże w momencie zaistnienia takiej zasady opodatkowania należałoby zastosować identyczne rozwiązanie, jakie występuje w podatku dochodowym.

Badaniom zostały poddane dwie grupy podmiotów, jedna obejmująca spółki notowane na GPW (104 podmioty), druga – podmioty gospodarcze inne niż notowane na GPW (10 624 podmioty). Dla wymienionych podmiotów została ustalona kasowa podstawa do opodatkowania, obciążenia podatkowe oraz hipotetyczna stawka kasowego podatku dochodowego.

Kasową podstawę opodatkowania dla pierwszej grupy przedsiębiorstw oszacowano jako przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, skorygowane o pieniężne koszty i przychody związane z działalnością inwestycyjną i finansową w rozumieniu rachunku przepływów pieniężnych.

W tabeli 1 zostały zaprezentowane wyniki symulacji, mającej na celu wyznaczenie stawki podatkowej od kasowej podstawy do opodatkowania podmiotu tak, aby wpływy do budżetu państwa odpowiadały dokładnie faktycznym wpływom uzyskanym przy stawce podatku dochodowego wynoszącej 19%. Dla porównywalności wyników i ukazania zarysowującej się tendencji przyjęto okres 2004–2006, kiedy stawka podatkowa była stała i wynosiła 19%.

Tabela 1. Podstawa do opodatkowania oraz suma wpływów do budżetu państwa z tytułu podatku dochodowego od osób prawnych wraz z proponowaną stawką podatkową, według ujęcia kasowego generującego takie same wpływy budżetowe (w tys. zł) dla podmiotów notowanych na GPW

Podatek dochodowy (CIT)		Kasowy podatek „dochodowy”		
2004		Stawka podatku	2004	Stawka podatku
Łączna podstawa opodatkowania badanych podmiotów	3 695 078,0	19%	8 775 812,0	8%
Średnia jednostkowa podstawa opodatkowania	35 529,60		84 382,8	
Łączny zapłacony podatek	702 065,0		702 065,0	
Średnia wartość zapłaconego podatku	6571,0		6571,0	
2005			2005	
Łączna podstawa opodatkowania badanych podmiotów	3 109 678,0	19%	5 908 390	10%
Średnia jednostkowa podstawa opodatkowania	29 900,8		56 811,4	
Łączny zapłacony podatek	590 838,8		590 838,8	
Średnia wartość zapłaconego podatku	5681,0		5681,0	
2006			2006	
Łączna podstawa opodatkowania badanych podmiotów	4 493 894,0	19%	5 692 266	15%
Średnia jednostkowa podstawa opodatkowania	43 210,5		54 733,3	
Łączny zapłacony podatek	853 839,9		853 839,9	
Średnia wartość zapłaconego podatku	8210,0		8210,0	

Źródło: opracowanie własne według sprawozdań finansowych spółek.

Tabela 2. Podstawa do opodatkowania oraz suma wpływów do budżetu państwa z tytułu podatku dochodowego od osób prawnych wraz z proponowaną stawką podatkową, według ujęcia kasowego dla takich samych wpływów budżetowych (w tys. zł) dla podmiotów nie notowanych na GPW

Podatek dochodowy (CIT)		Kasowy podatek „dochodowy”		
2004		Stawka podatku	2004	Stawka podatku
Łączna podstawa opodatkowania badanych podmiotów	42 419 884,2	19%	429 814 028,7	1,88%
Średnia jednostkowa podstawa opodatkowania	3992,8		40 456,9	
Łączny zapłacony podatek	8 059 778,0		8 059 778,0	
Średnia wartość zapłaconego podatku	759,0		759,0	
2005			2005	
Łączna podstawa opodatkowania badanych podmiotów	42 203 273,7	19%	436 857 717,1	1,84%
Średnia jednostkowa podstawa opodatkowania	3972,4		41 119,9	
Łączny zapłacony podatek	8 018 622,0		8 018 622,0	
Średnia wartość zapłaconego podatku	754,8		754,8	
2006			2006	
Łączna podstawa opodatkowania badanych podmiotów	49 451 421,1	19%	483 919 803,4	1,94%
Średnia jednostkowa podstawa opodatkowania	4654,7		45 549,7	
Łączny zapłacony podatek	9 395 770,0		9 395 770,0	
Średnia wartość zapłaconego podatku	884,4		884,4	

cd. tabeli 2

Podatek dochodowy (CIT)		Stawka podatku	Kasowy podatek „dochodowy”	
2007			2007	Stawka podatku
Łączna podstawa opodatkowania badanych podmiotów	58 105 089,5	19%	557 437 184,2	1,98%
Średnia jednostkowa podstawa opodatkowania	5469,2		52 469,6	
Łączny zapłacony podatek	11 039 967,0		11 039 967,0	
Średnia wartość zapłaconego podatku	1039,1		1039,1	

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

4. Podsumowanie

Kończąc powyższe rozważania i analizy (prezentujące autorskie podejście do kasowej podstawy do opodatkowania), należy podkreślić jeden zasadniczy fakt, że zmiana podstawy opodatkowania z „memoriałowej” na „kasową” nie musi powodować obniżenia wpływów budżetowych. Jednakże uwypuklenia wymaga fakt przesunięcia momentu zapłaty podatku w ujęciu kasowym w odniesieniu do ujęcia memoriałowego. „Kasowe” podejście zazwyczaj będzie odmienne od „memoriałowego”. Jednakże nie oznacza to, że podatnik zapłaci mniejszy podatek. Spowoduje to jedynie, że płatności podatku będą rozłożone w czasie inaczej niż płatności podatku memoriałowego (prawdopodobnie nastąpi jego opóźnienie), ale jednocześnie zaistnieje stan dopasowania momentu zapłaty podatku do możliwości finansowych podmiotu.

Zaobserwowane i zaprezentowane tu argumenty dają wyraźne podstawy do stwierdzenia, że obowiązujący w Polsce system podatkowy nie respektuje podstawowych zasad podatkowych, powodując jednocześnie, iż obciążenia fiskalne nie są dostosowane do sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw w zakresie płynności. Przeprowadzona analiza finansowa badanych przedsiębiorstw pozwala stwierdzić, że obecny system podatkowy nakazuje płacenie podatku podmiotom prawnym nie tylko przy wykazywaniu straty brutto, ale również przy wykazywaniu ujemnych przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej. Łamana jest w takim przypadku podstawowa zasada podatkowa – zasada ekonomiczna, która mówi wprost, że podatek winien być pokrywany z bieżących dochodów. Pamiętać należy, że wykazywanie dochodu to nie to samo, co wykazywanie nadwyżki finan-

sowej, która pozwala pokryć zobowiązania podatkowe. System podatkowy nie ma w sobie ukrytego narzędzia dyscyplinującego podatników do terminowego regulowania płatności. Nie jest spełniona zasada:

- elastyczności, mówiąca o tym, że podatek powinien reagować na zmieniające się zdarzenia gospodarcze oraz społeczne, i musi uwzględniać zmieniającą się sytuację podatników, jak i całej gospodarki),
- dogodności, gdzie pobór podatku powinien uwzględniać warunki finansowe podatnika, cykl i charakter jego działalności,
- zdolności podatkowej, wskazująca, że podatnik osiągający taki sam dochód powinien poświęcić na rzecz państwa identyczną korzyść (ponosić taką samą ofiarę).

Podkreślenia wymagają również wysokie koszty poboru podatku – obecny system charakteryzuje się niską efektywnością (z jednej strony wysokie koszty poboru podatku, z drugiej możliwość zawyżania kosztów uzyskania przychodów poprzez luki prawne, jak i działania niezgodne z prawem). Można stwierdzić, że firmy mają możliwość sterowania podstawą opodatkowania poprzez wykorzystywanie metod legalnych (tj. transfery) i nielegalnych (tzw. lewe faktury i rachunki). Z przeprowadzonych analiz i badań wynika, że obowiązujące normy prawne pozwalają na potocznie zwane „kopanie leżącego” – podmiot, który nie otrzymał zapłaty, wykazuje dochód i musi zapłacić zarówno podatek dochodowy, jak również podatek VAT. Natomiast podmiot, który nie płaci, może otrzymaną fakturę (w przypadku usługi) zaliczyć w koszty podatkowe (w konsekwencji pomniejszy podatek), a dodatkowo (również w przypadku sprzedaży towarów, produktów itp.) odliczyć podatek VAT. Wskazane zostały tu dodatkowe korzyści, wynikające z kasowego podejścia do dochodu podlegającego opodatkowaniu.

Reasumując, płynność podatkowa podmiotów, które nie otrzymują zapłaty, jest dodatkowo pogarszana w wyniku konieczności uregulowania zobowiązań podatkowych. Utrata płynności, prowadząca z kolei do niewypłacalności, jest pierwszym krokiem, który może doprowadzić jednostkę do upadłości. Dane o bankructwach we Francji i w Wielkiej Brytanii potwierdzają, że małe i średnie przedsiębiorstwa upadają głównie z powodu braku płynności, mimo że odnotowują zyski. We Francji stanowią one około 60% przypadków, natomiast w Wielkiej Brytanii 75–80% firm kończy działalność właśnie ze względu na niedobór środków, chociaż poziom ich rentowności jest zadowalający⁸.

Obecne rozwiązania świadczą o wyższości fiskalizmu nad fizycznymi możliwościami płacenia podatków przez podatnika.

⁸ D. Wędzki, M. Sierpińska, Zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa, PWE, Warszawa 2002, s. 7.

Zaproponowane autorskie rozwiązanie ma charakter neutralny dla budżetu państwa, a w lepszym stopniu spełnia zasady dobrego systemu podatkowego. Zdając sobie sprawę, że obecny polski budżet zawiera znaczny udział wydatków sztywnych, zaproponowana koncepcja nie powinna ograniczać wpływów do budżetu. Z przeprowadzonych badań wynika, że w każdym z analizowanych okresów kasowa podstawa do opodatkowania była wyższa od memoriałowego dochodu do opodatkowania. Wyższa kasowa podstawa pozwoliłaby na obniżenie stawki podatkowej odpowiednio do: 8%, 10% i 15% w latach 2004, 2005 i 2006 w odniesieniu do badanych spółek notowanych na GPW, oraz odpowiednio do: 1,88%, 1,84%, 1,94% i 1,98% w 2007 roku w odniesieniu do pozostałych badanych spółek. Możliwe byłoby maksymalne obniżenie stawki podatku dochodowego osób prawnych o około 17 pkt. proc.

Oceniając zaproponowaną koncepcję, należy stwierdzić, że nie powoduje ona diametralnie odmiennego podejścia do opodatkowania działalności gospodarczej. Pomysłodawcy koncepcji są za utrzymaniem dotychczasowych rozwiązań dotyczących amortyzacji środków trwałych, limitów kosztów reklamy i reprezentacji tak, by w sposób łagodny można było ją zaimplementować. Różnica dotyczy jedynie przejścia z memoriałowej podstawy opodatkowania na kasową.

Zastosowanie kasowej podstawy do opodatkowania powinno równocześnie poprawić sytuację płynnościową podatników – znacznemu obniżeniu powinny ulec zatory płatnicze. Jeżeli faktura nie zostałaby zapłacona, nie mogłaby pomniejszać kasowego przychodu.

Dodatkowego i głębszego zastanowienia, jak i dalszych badań, wymaga sprawa obniżania się kasowej podstawy opodatkowania w badanych latach. Dodatkowo analizie powinny zostać poddane również kwestie ustalenia poziomu jednej stawki podatku płaconego przez wszystkie przedsiębiorstwa. Należałoby się także zastanowić i poddać badaniu kasową podstawę opodatkowania osób fizycznych prowadzących jednoosobową działalność gospodarczą. Jednocześnie należałoby pomyśleć nad wprowadzeniem mniej restrykcyjnych rozwiązań odnoszących się do kosztów uzyskania przychodów (np. zwiększeniem limitów dotyczących samochodów osobowych itp.). Należy podkreślić, że kasowe ujęcie dochodu nie powoduje sytuacji, że podatek nie zostanie zapłacony, możliwe jest natomiast jego przesunięcie w czasie (np. do momentu uzyskania płatności).

5. Bibliografia

1. Brown E. C., Business-income taxation and investment incentives, w: Income, employment and public policy, essays in honor of Alvin H. Hansen, praca zbiorowa pod red. L. A. Metzlera, New York 1948.
2. Grądalski F., System podatkowy w świetle teorii optymalnego opodatkowania, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2006.
3. Wędzki D., Sierpińska M., Zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa, PWE, Warszawa 2002.

Jacek Sierak, Grzegorz Maśloch, Remigiusz Górniak
Kolegium Zarządzania i Finansów SGH

Fundusze Unii Europejskiej jako instrument niwelowania dysproporcji zagospodarowania jednostek terytorialnych w Polsce – lata 2004–2006 (synteza badań statutowych)

1. Wprowadzenie

Integracja z Unią Europejską (UE) otworzyła polskim samorządom dostęp do funduszy unijnych, których głównym celem jest wsparcie działań mających na celu niwelowanie różnic w poziomie rozwoju społeczno-gospodarczego między poszczególnymi regionami Wspólnoty.

Dostępne środki pomocowe dla polskich samorządów są szansą rozwoju, dają możliwość wspieraniem ich bieżącej i inwestycyjnej działalności. Rola samorządów natomiast sprowadza się w głównej mierze do zaspokajania potrzeb zamieszkującej je społeczności lokalnej i w tym celu wykorzystywania wszystkich dostępnych im środków krajowych i zewnętrznych. Dzięki funduszom strukturalnym i Funduszu Spójności (FS) możliwe jest wspomaganie integracji regionów peryferyjnych oraz zapobieganie dalszemu zróżnicowaniu regionalnemu krajów europejskich.

Głównym celem badania statutowego była ocena wykorzystania funduszy unijnych jako źródła niwelowania dysproporcji rozwoju jednostek terytorialnych w Polsce. Należy przy tym mieć na uwadze, że na lata 2004–2006 UE przeznaczyła w ramach funduszy strukturalnych i Funduszu Spójności 23 mld euro, z czego Polska otrzymała 12,8 mld euro. Drugim celem badania była ocena dokonań samorządu terytorialnego oraz określenie jego roli w kształtowaniu rozwoju lokalnego. W badaniu szczególną uwagę zwrócono także na poznanie uwarunkowań rozwoju społeczno-gospodarczego polskich regionów w latach 2004–2006. Zakres czasowy badania obejmował lata 2004–2006, a więc pierwszy okres wsparcia rozwoju Polski funduszami strukturalnymi i Funduszem Spójności Unii Europejskiej.

Obserwacja tendencji wykorzystania środków pomocowych w poszczególnych województwach umożliwiła dokonanie oceny zmian zachodzących w sferze społeczno-gospodarczej i finansowej polskich regionów, oraz pozwoliła udzielić odpowiedzi na pytania:

- w jakim stopniu zostały wykorzystane fundusze Unii Europejskiej w latach 2004–2006?

- jakie było zróżnicowanie branżowe i terytorialne wykorzystania środków unijnych?
- jakie były efekty rzeczowe wykorzystania funduszy unijnych w Polsce?
- czy beneficjenci środków w Polsce są przygotowani organizacyjnie, technicznie i ekonomicznie do realizacji projektów współfinansowanych funduszami UE, czy efektywne zarządzanie funduszami strukturalnymi jest problemem, w porównaniu z doświadczeniami innych państw UE?
- jakie są bariery korzystania z funduszy Unii Europejskiej w Polsce?

2. Polityka regionalna Unii Europejskiej i finansowe instrumenty jej realizacji

Polityka strukturalna, nazywana regionalną, ma na celu wzmocnienie spójności ekonomicznej i społecznej krajów członkowskich, niwelowanie dysproporcji w poziomie rozwoju gospodarczego regionów, wzrost ich konkurencyjności i trwałą poprawę życia zamieszkującej je ludności. Zależy ona głównie od doktryny polityki gospodarczej kraju oraz jego rozwoju i poziomu dysproporcji międzyregionalnych. Unijna polityka regionalna kształtuje się w okresach obejmujących sześciolatek przedziały czasowe¹ i opiera się na zasadach: kompatybilności, pomocniczości, współfinansowania, partnerstwa oraz koncentracji.

Programy UE, które są finansowane z funduszy strukturalnych, można podzielić na²:

- programy krajowe – sporządzane i realizowane (po konsultacjach z Komisją Europejską) są przez państwo członkowskie,
- inicjatywy wspólnotowe i innowacyjne – opracowywane i realizowane przez Komisję Europejską, po wcześniejszych uzgodnieniach z państwami członkowskimi,
- pomoc techniczną.

Dodatkowym źródłem wspierania rozwoju krajów UE były Programy Inicjatyw Wspólnotowych. Zakładają one bezzwrotną pomoc na sfinansowanie przedsięwzięć ze sfery socjalnej, regionalnej oraz rolnej i są skierowane głównie do władz regionalnych i lokalnych, jak również organizacji pozarządowych. Zalicza się do nich: INTERREG III (rozwój współpracy transgranicznej, międzyregionalnej i ponadnarodowej), EQUAL (zwalczanie dyskryminacji i niesprawiedliwości

¹ A. Jankowska, T. Kierkowski, R. Knopik, Fundusze pomocowe dla Polski, „Unia Europejska”, 2003, Nr 8, s. 25.

² A. Borodo, Samorząd terytorialny: system prawno-finansowy, LexisNexis, Warszawa 2006, s. 210.

na rynku pracy), URBAN (wpieranie żywienia gospodarczo-społecznego oraz obszarów kryzysowych), LEADER (rozwój terenów wiejskich).

Osiąganie celów polityki regionalnej było możliwe dzięki finansowemu wsparciu w postaci Funduszy Strukturalnych oraz wspomagającego je Funduszu Spójności. Były to następujące fundusze:

- Europejski Fundusz Rozwoju Regionalnego (EFRR),
- Europejski Fundusz Społeczny (EFS),
- Europejski Fundusz Orientacji i Gwarancji Rolnej (EFOIR),
- Finansowy Instrument Wspierania Rybołówstwa (FIWR),
- Fundusz Spójności.

3. Wykorzystanie funduszy strukturalnych w procesie finansowanie rozwoju lokalnego i regionalnego Polski w latach 2004–2006

Po przystąpieniu do UE Polska dołączyła do państw uprawnionych do korzystania ze wsparcia w ramach funduszy strukturalnych i Funduszu Spójności. To wydarzenie otworzyło przed naszym krajem całkiem nowe możliwości, przysługujące jedynie pełnoprawnym członkom tej organizacji. Pojawiły się ogromne szanse rozwojowe, w tym możliwość znacznego zniwelowania występującej w poszczególnych regionach ilościowej i jakościowej luki infrastrukturalnej.

Cel polskiej polityki regionalnej, będący jednocześnie celem Narodowego Planu Rozwoju 2004–2006, to: *rozwijanie konkurencyjnej gospodarki opartej na wiedzy i przedsiębiorczości, zdolnej do długofalowego harmonijnego rozwoju, zapewniającej wzrost zatrudnienia i osiągnięcie spójności społecznej, ekonomicznej i przestrzennej z Unią Europejską na poziomie regionalnym i krajowym*³.

Na finansowanie unijnego wkładu w operacje o charakterze strukturalnym w nowych państwach członkowskich przeznaczono ponad 21,7 mld euro (w cenach z 1999 roku, uwzględniając Fundusz Spójności). Polsce z tej puli przypadło ponad 54% środków. Finalna kwota wsparcia, wraz z uwzględnieniem jej podziału między poszczególne programy operacyjne, Inicjatywy Wspólnotowe oraz Fundusz Spójności w okresie 2004–2006, wynosiła ponad 12,8 mld euro (w cenach z 2004 roku). Alokacja tej kwoty w ramach poszczególnych instrumentów realizacji polityki strukturalnej została przedstawiona w tabeli 1.

³ Narodowy Plan Rozwoju 2004–2006, Ministerstwo Gospodarki i Pracy, Warszawa 2004, s. 417.

Tabela 1. Alokacja wsparcia wspólnotowego przeznaczanego dla Polski w latach 2004–2006 (w mln euro, w cenach z 2004 roku)

Wyszczególnienie	2004	%	2005	%	2006	%	Razem
Fundusze strukturalne	1933,6	95,4	2762,7	96,0	3579,5	96,1	8275,8
w tym: Cel 1	1933,6		2762,7		3579,5		8275,8
Inicjatywy Wspólnotowe	93,6	4,6	114,8	4,0	146,8	3,9	355,2
w tym:							
INTERREG	61,8		70		89,5		221,3
EQUAL	31,8		44,8		57,3		133,9
Operacje strukturalne ogółem	2027,2	100	2877,5	100	3726,3	100	8631
Fundusz Spójności	1414,6		1170,6		1593,4		4178,6
Wsparcie ogółem (operacje strukturalne + Fundusz Spójności)							12 809,6

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Podstawy Wsparcia Wspólnoty 2004–2006. Podstawowe informacje, Dokument przygotowany wspólnie z Komisją Europejską; zatwierdzony przez Wysokich Komisarzy KE 10 grudnia 2003 r., przyjęty przez Radę Ministrów 23 grudnia 2003 r., MGiPS, Warszawa 2003, s. 99.

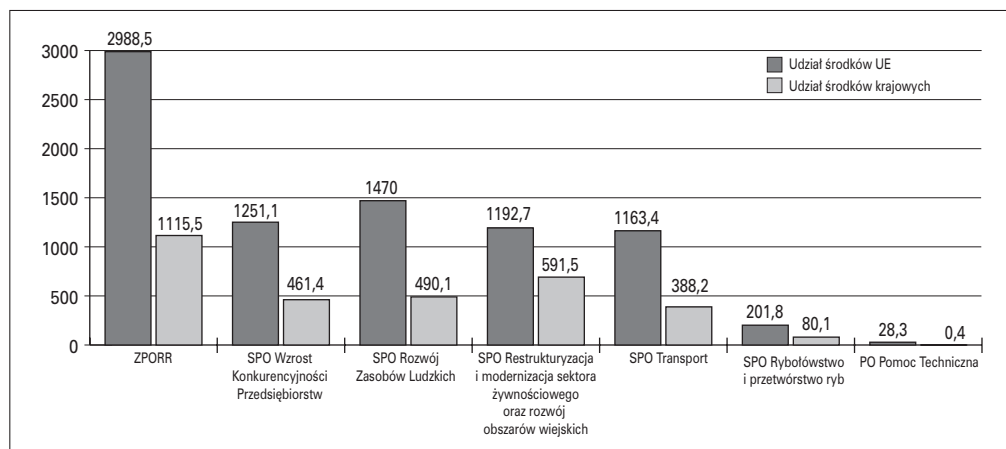
Jak wynika z danych przedstawionych w tabeli 1, w całym trzyletnim okresie programowania dla Polski przeznaczono ponad 8,2 mld euro z funduszy strukturalnych. Środki przeznaczone na operacje strukturalne, rosnąc corocznie, zwiększyły się z 2,0 mld euro w 2004 roku do ponad 3,7 mld euro w 2006 roku. Na realizację Inicjatyw Wspólnotowych przeznaczono w całym okresie 355,2 mln euro, w tym 221,3 mln euro na inicjatywę INTERREG i 133,9 mln euro na EQUAL. Udział rocznych wydatków na finansowanie Inicjatyw Wspólnotowych, w kwocie przeznaczonej na operacje strukturalne, nie przekroczył 4,6% w ciągu trzech lat. Z Funduszu Spójności postanowiono przeznaczyć do rozdysponowania prawie 4,2 mld euro w ciągu trzech omawianych lat. Kwota wsparcia unijnego, w wysokości 12,8 mld euro, została podzielona następująco: 64% zarezerwowano na działania wspierane ze środków funduszy strukturalnych, 33% na Fundusz Spójności, a pozostałe 3% na realizację programów wdrażanych poprzez Inicjatywy Wspólnotowe. W grupie funduszy strukturalnych podział finansów był następujący:

- EFRR – 60,1% (4 973,76 mln euro),
- EFS – 23,1% (1 911,7 mln euro),
- EFOiGR (Sekcja Orientacji) – 14,4% (1 191,7 mln euro),
- FIWR – 2,4% (198,6 mln euro).

W ramach poszczególnych funduszy uruchomiono wiele programów, które miały przyczynić się do realizacji zamierzonych celów. Najważniejszym instrumentem służącym do realizacji zadań został Zintegrowany Program Operacyjny Rozwoju Regionalnego (ZPORR) (zob. rysunek 1). Służąc osiągnięciu celu strategicznego

polityki regionalnej państwa, ZPORR miał mieć udział we wzroście gospodarczym, strukturalnych przekształceniach regionów, wzroście stopnia urbanizacji, wzroście mobilności przestrzennej ludności, a także zwiększonym dostępie społeczeństwa oraz podmiotów gospodarczych do wiedzy i najnowocześniejszych technologii.

Rysunek 1. Udział środków Unii Europejskiej i krajowych w finansowaniu poszczególnych programów operacyjnych w latach 2004–2006 (w mln euro)



Źródło: Narodowy Plan..., *op. cit.*, s. 96.

W tabeli 2 przedstawiono wartości złożonych wniosków, podpisanych umów i zrealizowanych płatności w odniesieniu do alokacji zaplanowanej w ramach ZPORR na okres programowania 2004–2006, dla poszczególnych województw według stanu na 31 grudnia 2006 roku.

Tabela 2. Realizacja ZPORR w ujęciu regionalnym na 31 grudnia 2006 roku

Województwo	Alokacja na lata 2004–2006	% realizacji zobowiązań na lata 2004–2006 na podstawie wniosków po ocenie formalnej	% wykorzystania alokacji na lata 2004–2006 na podstawie podpisanych umów	% wykorzystania alokacji na lata 2004–2006 na podstawie dokonanych płatności
Małopolskie	185 260 223	342	102	56
Lubuskie	82 552 619	312	101	54
Świętokrzyskie	133 078 133	259	96	48
Kujawsko-pomorskie	141 913 022	296	102	47
Podlaskie	109 886 094	355	98	46
Pomorskie	159 583 322	275	102	45

cd. tabeli 2

Województwo	Alokacja na lata 2004–2006	% realizacji zobowiązań na lata 2004–2006 na podstawie wniosków po ocenie formalnej	% wykorzystania alokacji na lata 2004–2006 na podstawie podpisanych umów	% wykorzystania alokacji na lata 2004–2006 na podstawie dokonanych płatności
Podkarpackie	192 162 618	245	99	42
Opolskie	76 754 610	231	101	41
Wielkopolskie	196 027 956	259	96	40
Zachodniopomorskie	139 965 770	278	100	40
Lubelskie	200 997 680	303	98	40
Łódzkie	157 098 460	260	93	36
Warmińsko-mazurskie	181 947 076	233	96	34
Mazowieckie	299 839 945	212	97	34
Śląskie	279 961 053	296	99	33
Dolnośląskie	223 637 527	222	99	30

Źródło: Sprawozdanie z realizacji w 2006 r. Narodowego Planu Rozwoju na lata 2004–2006, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, IZ PWW, czerwiec 2007 r., s. 69.

Różnice w poziomie wykorzystania środków pomiędzy regionami nie zmniejszyły się w odniesieniu do 2005 roku, nadal występują też znaczne dysproporcje między województwami. Najwięcej wniosków poprawnych pod względem formalnym złożono do końca 2006 roku w województwach podlaskim (355% alokacji) i małopolskim (342% alokacji). Najmniej w województwach mazowieckim (212% alokacji) i dolnośląskim (222% alokacji). Najwięcej umów w stosunku do poziomu dostępnej alokacji (102%) podpisano według stanu na koniec grudnia 2006 roku w województwach: pomorskim, kujawsko-pomorskim i małopolskim. Najmniej natomiast w województwie łódzkim (93%). Poziom dokonanych, według stanu na koniec 2006 roku, płatności w stosunku do zaplanowanej na lata 2004–2006 alokacji środków jest zróżnicowany i mieści się w przedziale od 30% do 56%.

4. Sytuacja finansowa jednostek samorządu terytorialnego w Polsce

Analiza materiału statystycznego z lat 2004–2006 wykazuje dość duże zróżnicowanie wysokości dochodów gmin oraz ich dysproporcje notowane w różnych rejonach kraju. Poziom dochodów ogółem wzrósł w skali kraju z 91 504,0 mln zł w 2004 roku do 117 040,2 mln zł w 2006 roku, tj. o 27,9%. Wydatki w tym samym czasie zwiększyły się z 91 386,8 mln zł do 120 038,2 mln zł, tj. o 31,6%. Wykonanie planu dochodów ogółem w 2006 roku wynosiło 99,8%, natomiast wydatki jedno-

stek samorządu terytorialnego zostały zrealizowane w 93,4% kwoty wydatków planowanych na 2006 rok. Zsumowany wynik finansowy w całym okresie był ujemny i wyniósł -3 776,0 mln zł (zob. tabela 3).

Tabela 3. Dochody JST na tle dochodów budżetu państwa w latach 2004–2006

Wyszczególnienie	2004	2005	2006	2006/2004
Dochody ogółem budżetu państwa	154 552,59	174 703,73	195 281,96	126,35%
Dochody ogółem JST	91 503,98	102 911,88	117 040,22	127,91%
Relacja dochodów JST do dochodów budżetu państwa	59,21%	58,91%	59,93%	–

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

Jak widzimy z danych zawartych w tabeli 3, dochody ogółem jednostek samorządu terytorialnego stale rosną. Wzrosty w poszczególnych latach były zróżnicowane: w 2005 roku o około 9,1%, a w 2006 roku o 13,6% w stosunku do roku poprzedniego. Wynika z tego, że samodzielność samorządów rośnie i w coraz większym stopniu mogą one gospodarować swoimi finansami. Tempo wzrostu dochodów jednostek samorządu terytorialnego było o około 1,5 pkt. proc. wyższe od tempa wzrostu dochodów budżetu państwa. W kolejnych latach budżety samorządów stanowiły od 58,9% do 59,9% dochodów budżetu państwa. Świadczy to także o stabilności i stopniowym umacnianiu pozycji finansowej samorządu terytorialnego w systemie finansów publicznych w Polsce.

Głównym źródłem dochodów jednostek samorządu terytorialnego są dochody własne i subwencja ogólna, zaś dotacje celowe są uzupełniające. W 2006 roku struktura dochodów przedstawiała się następująco: dochody własne 53,7%, dotacje 16,8%, subwencje 29,5%.

W stosunku do 2004 roku nastąpił wzrost udziału dochodów własnych o 2,2 pkt. proc. i dotacji o 2,5 pkt. proc., zmniejszył się natomiast udział subwencji o 4,7 pkt. proc. Zwiększył się również udział dotacji w dochodach ogółem, co wynikało z nałożenia na jednostki samorządu terytorialnego nowych zadań w zakresie pomocy społecznej (por. tabela 4).

W strukturze dochodów ogółem jednostek samorządu terytorialnego w 2006 roku środki będące w dyspozycji organu stanowiącego (dochody własne i subwencje) stanowiły łącznie 83,2%, a dotacje celowe 16,8%. W porównaniu do 2004 roku udział dochodów własnych i subwencji w strukturze dochodów ogółem zwiększył się o 1,7 pkt. proc.

Jest to sytuacja sprzyjająca tworzeniu wieloletnich prognoz finansowych i planów inwestycyjnych w modelu strategicznego zarządzania jednostką samorządu terytorialnego. Oznacza też możliwość wykazania własnego potencjału

finansowego w procesie pozyskiwania funduszy UE, co wzmacnia pozycję takiej jednostki w procesie współfinansowania zadań funduszami strukturalnymi oraz środkami funduszu spójności w ramach zapewnienia tzw. udziału własnego w kosztach realizacji zadań.

Tabela 4. Struktura dochodów jednostek samorządu terytorialnego w latach 2004–2006

Wyszczególnienie	2004	2005	2006	Zmiana 2006–2004 w pkt. proc.
Dochody własne	51,5	53,3	53,7	2,2
Dotacje	14,3	15,1	16,8	2,5
Subwencje	34,2	31,6	29,5	-4,7
Dochody ogółem	100	100	100	0

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

Wzrastający poziom i udział dochodów własnych samorządów prowadzi do wzrostu ich samodzielności finansowej i lepszego realizowania celów publicznych. Zwiększa także potencjał własny w procesie pozyskiwania środków unijnych na współfinansowanie projektów inwestycyjnych. Pełna samodzielność finansowa dawałaby władzom lokalnym gwarancje realizacji własnej polityki zaspokajania bieżących potrzeb społeczności lokalnej kształtowania jej rozwoju. W warunkach występujących różnic w poziomie rozwoju społeczno-gospodarczego jednostek terytorialnych w Polsce samofinansowanie nie jest możliwe. Sytuacja, w której dochody własne stanowiłyby wyłączne źródło finansowania, doprowadziłaby do pogłębiania się różnic w zamożności między poszczególnymi jednostkami. Wynika to z położenia geograficznego, ilości surowców, atrakcyjności turystycznej, a także gęstości zaludnienia czy stanu rozbudowy infrastruktury. Ponadto, potrzeby społeczności powinny być zaspokajane równomiernie w skali kraju. Państwo musi wyrównywać poziom świadczeń przynajmniej w zakresie ochrony zdrowia, oświaty czy bezpieczeństwa publicznego. Kolejnym powodem, dla którego konieczne jest zasilanie zewnętrzne, to potrzeba jednolitych systemów informatycznych sprawnej komunikacji, transportu czy bezpieczeństwa energetycznego. W Polsce na takiej zmianie skorzystałyby duże i średnie miasta, natomiast małe gminy wiejskie pozostałyby bez wystarczających środków na realizację swoich zadań.

W badanym okresie wydatki ogółem JST w przeliczeniu na mieszkańca wzrosły z 2392,9 zł w 2004 roku do 2719,3 zł w 2005 roku i 3145,9 zł w 2006 roku. Wystąpiło znaczne zróżnicowanie ich poziomu w poszczególnych szczeblach samorządu. W 2006 roku najwyższe wydatki na mieszkańca cechowały miasta na prawach powiatu (3222,5 zł), a następnie gminy (2096,9 zł), powiaty (614,7 zł)

i województwa (262,8 zł). Jest to w znacznym stopniu związane z zakresem realizowanych przez poszczególne jednostki zadań obligatoryjnych i fakultatywnych. Miasta na prawach powiatu i gminy realizują ich znacznie więcej niż powiaty i województwa (por. tabela 5).

Tabela 5. Wydatki inwestycyjne JST na mieszkańca w latach 2004–2006 (w zł)

Wyszczególnienie	2004		2005		2006		Różnica 2006–2004	
	ogółem	inwestycyjne	ogółem	inwestycyjne	ogółem	inwestycyjne	ogółem	inwestycyjne
Polska ogółem	2 392,9	388,8	2 719,3	464,98	3 145,9	613,7	753,0	224,9
Gminy	1 616,7	291,9	1 808,7	324,3	2 096,9	421,6	480,2	129,7
Miasta na prawach powiatu	2 497,8	349,4	2 843,9	431,6	3 222,5	638,4	724,7	288,9
Powiaty	491,4	49,6	548,1	63,5	614,7	89,6	123,3	40,0
Województwa	153,5	28,8	198,8	62,5	262,8	93,3	109,3	64,5

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

W tabeli 5 przedstawiono także poziom wydatków inwestycyjnych na mieszkańca w latach 2004–2006, liczonych dla wszystkich jednostek samorządu terytorialnego, a także oddzielnie dla poszczególnych jego szczebli. Ich poziom zwiększył się z 388,8 zł w 2004 roku do 465,0 zł w 2005 roku i 613,7 zł w 2006 roku. W całym badanym okresie oznacza to wzrost wartości wskaźnika o 224,9 zł.

Największe inwestycje w ujęciu analizowanego wskaźnika realizowały:

- miasta na prawach powiatu – poziom wskaźnika wzrósł tu z 349,4 zł w 2004 roku do 638,4 zł w 2006 roku,
- gminy – w których poziom wskaźnika wzrósł w latach 2004–2006 z 291,9 zł do 421,6 zł,
- powiaty – poziom wskaźnika wzrósł tu z 49,6 zł w 2004 roku do 89,6 zł w 2006 roku,
- województwa – wydatki jednostkowe wzrosły tu z 28,8 zł w 2004 roku do 93,3 zł w 2006 roku.

Analizując terytorialne zróżnicowanie dynamiki wzrostu wydatków inwestycyjnych w gminach, powiatach i województwach, należy wskazać, że:

- w gminach – przy średnim tempie wzrostu 44,7% – ich najszybszy przyrost notowano w województwach: kujawsko-pomorskim (+76,7%), lubuskim (67,0%) i dolnośląskim (+59,5%), a najwolniejszy w: podkarpackim (+23,3%) i lubelskim (+24,2%),

- w miastach na prawach powiatu – średnie tempo wzrostu wyniosło +82,4%, najwyższe tempo wzrostu zanotowano w województwach: opolskim (+482,8%), świętokrzyskim (+247,4%), wielkopolskim (+202,8%), a najniższe w województwach: podlaskim (18,1%), mazowieckim (25,1%) i małopolskim (62,1%),
- w powiatach – dochody wzrosły tu średnio o 80,7%, najwyższą dynamikę wykazując w województwach: podlaskim (+25,2%), łódzkim (+39,2%) i zachodniopomorskim (+56,6%), a najniższą w województwach: małopolskim (+122,3%), lubelskim (+112,3%) i pomorskim (+11,8%),
- w województwach – przy średnim tempie wzrostu +110,9%, najwyższą dynamikę zmian notowano w województwach: mazowieckim (+301,4%) oraz opolskim (+232,9%), a najniższą w województwach: śląskim (10,8%) i warmińsko-mazurskim (15,7%).

Szczegółowe dane liczbowe, obrazujące wspomniane różnice regionalne dla gmin, powiatów, miast na prawach powiatu i województw, zamieszczono w tabeli 6.

Tabela 6. Dynamika wzrostu wydatków inwestycyjnych JST w latach 2004–2006 (w %)

Województwo	Gminy	Powiaty	Miasta na prawach powiatu	Województwa
Dolnośląskie	159,49	177,46	193,70	256,30
Kujawsko-pomorskie	176,74	194,32	259,27	263,60
Lubelskie	124,22	212,28	204,94	148,25
Lubuskie	167,02	163,40	257,30	226,90
Łódzkie	140,79	139,17	190,04	173,04
Małopolskie	143,51	222,27	162,07	164,89
Mazowieckie	151,53	187,08	125,08	401,36
Opolskie	155,12	197,91	582,84	332,88
Podkarpackie	123,28	171,37	219,59	239,99
Podlaskie	140,45	125,21	118,13	285,43
Pomorskie	156,97	211,75	182,15	223,81
Śląskie	137,49	196,21	186,21	110,77
Świętokrzyskie	125,24	182,59	347,38	119,69
Warmińsko-mazurskie	146,92	172,47	187,83	115,69
Wielkopolskie	136,21	178,89	303,77	263,57
Zachodniopomorskie	151,16	156,56	218,50	260,95
Ogółem	144,65	180,72	182,37	210,86

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

Miernikiem charakteryzującym możliwości podejmowania działalności inwestycyjnej jest udział wydatków inwestycyjnych w całości wydatków. Informuje on o preferencjach polityki finansowej władz lokalnych w zakresie rozdziału środków budżetowych na obsługę bieżącą i potrzeby rozwojowe. W części samorządów wykazuje też stopień ich aktywności w pozyskiwaniu zewnętrznych źródeł finansowania, służących realizacji zadań własnych. Udział wydatków inwestycyjnych w budżetach gmin w Polsce utrzymywał się w latach 2004–2006 na poziomie 16–20%. Zestawienie porównawcze udziału inwestycji w całości budżetów gmin w naszym kraju pokazuje tabela 7.

Tabela 7. Udział wydatków inwestycyjnych w wydatkach ogółem JST w latach 2004–2006 (w %)

Wyszczególnienie	2004	2005	2006	Zmiana 2006–2004
Gminy	18,05	17,93	20,10	2,05
Powiaty	10,10	11,58	14,57	4,47
Miasta na prawach powiatu	13,99	15,18	19,04	5,05
Województwa	28,82	31,43	35,53	6,71
Polska ogółem	16,23	17,10	20,31	4,08

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

Udział wydatków inwestycyjnych w całkowitych wydatkach budżetów gmin w Polsce wzrósł w latach 2004–2006 z 16,23% do 20,3%, tj. o 4,1%. Uwagę zwraca stała tendencja wzrostu notowana na wszystkich szczeblach funkcjonowania samorządu terytorialnego.

5. Regionalne zróżnicowanie sytuacji społeczno-gospodarczej jednostek samorządu terytorialnego

Zmiany demograficzne, jakie dokonały się w badanym okresie w polskich województwach, wykazują dużą dynamikę i zróżnicowanie regionalne. Liczba ludności Polski w latach 2004–2006 systematycznie się zmniejszała. Największe zmiany odnotowano w województwie opolskim (–0,9%) i łódzkim (–0,8%). Tylko w czterech województwach liczba ludności zwiększyła się: w mazowieckim (o 0,5%) pomorskim i wielkopolskim (o 0,4%) oraz małopolskim (o 0,3%) (zob. tabela 8).

Tabela 8. Liczba ludności w regionach Polski w latach 2004–2006

Województwo	Ogółem		
	2004	2006	2004 = 100
Mazowieckie	5 145 997	5 171 702	100,5
Pomorskie	2 194 041	2 203 595	100,4
Wielkopolskie	3 365 283	3 378 502	100,4
Małopolskie	3 260 201	3 271 206	100,3
Podkarpackie	2 097 975	2 097 564	100,0
Kujawsko-pomorskie	2 068 258	2 066 371	99,9
Lubuskie	1 009 168	1 008 520	99,9
Warmińsko-mazurskie	1 428 714	1 426 883	99,9
Zachodniopomorskie	1 694 865	1 692 838	99,9
Dolnośląskie	2 893 055	2 882 317	99,6
Podlaskie	1 202 425	1 196 101	99,5
Lubelskie	2 185 156	2 172 766	99,4
Śląskie	4 700 771	4 669 137	99,3
Świętokrzyskie	1 288 693	1 279 838	99,3
Łódzkie	2 587 702	2 566 198	99,2
Opolskie	1 051 531	1 041 941	99,1
Polska	38 173 835	38 125 479	99,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie BDR, www.stat.gov.pl, 10 sierpnia 2008 r.

Analizując dane dotyczące przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia brutto, należy zwrócić uwagę na fakt, że pogłębiają się dysproporcje między pięcioma województwami o najwyższych wynagrodzeniach (mazowieckim, śląskim, pomorskim, dolnośląskim i małopolskim) a pozostałymi, gdzie relacje w stosunku do średniej krajowej są coraz mniej korzystne. Do najniżej zarabiających należą mieszkańcy województw: lubuskiego, warmińsko-mazurskiego i podkarpackiego, gdzie przeciętne wynagrodzenie w relacji do średniej krajowej w latach 2004–2006 wynosiło poniżej 85%.

W omawianych latach nie zaszły istotne zmiany w uszeregowaniu poszczególnych województw pod względem wysokości przeciętnego wynagrodzenia (szczegółowe dane zob. w tabeli 9).

W latach 2004–2006 pogłębiły się dysproporcje w poziomie produktu krajowego brutto w poszczególnych województwach. Ich udziały w generowaniu produktu krajowego brutto w 2006 roku były wyraźnie zróżnicowane: od 2,2% w województwie opolskim do 21,6% w województwie mazowieckim.

Tabela 9. Przeciętne miesięczne wynagrodzenia brutto w poszczególnych województwach (w zł)

Województwo	Ogółem			Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w relacji do średniej krajowej (Polska = 100)		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Mazowieckie	3 095,96	3 227,04	3 381,13	128,5	128,7	128,2
Śląskie	2 488,62	2 587,07	2 729,63	103,3	103,2	103,5
Pomorskie	2 374,71	2 511,25	2 650,20	98,5	100,2	100,5
Dolnośląskie	2 356,89	2 477,56	2 617,16	97,8	98,8	99,3
Małopolskie	2 216,21	2 303,42	2 443,91	92,0	91,9	92,7
Zachodniopomorskie	2 221,63	2 307,99	2 406,98	92,2	92,1	91,3
Wielkopolskie	2 204,31	2 263,60	2 389,00	91,5	90,3	90,6
Opolskie	2 183,74	2 249,89	2 367,74	90,6	89,7	89,8
Podlaskie	2 107,50	2 192,77	2 307,59	87,5	87,5	87,5
Lubelskie	2 096,15	2 180,18	2 290,60	87,0	87,0	86,9
Łódzkie	2 123,36	2 188,15	2 287,90	88,1	87,3	86,8
Kujawsko-pomorskie	2 087,30	2 153,46	2 268,87	86,6	85,9	86,0
Świętokrzyskie	2 117,74	2 173,15	2 263,60	87,9	86,7	85,8
Lubuskie	2 067,56	2 144,35	2 235,01	85,8	85,5	84,8
Warmińsko-mazurskie	2 050,21	2 103,99	2 218,32	85,1	83,9	84,1
Podkarpackie	2 018,59	2 081,76	2 179,57	83,8	83,0	82,7
Polska	2 409,69	2 506,93	2 636,81	100,0	100,0	100,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie BDR, www.stat.gov.pl, 10 sierpnia 2008 r.

Polską gospodarkę charakteryzuje silna koncentracja generowania produktu krajowego brutto w kilku województwach. W czołówce województw o największych udziałach w tworzeniu produktu krajowego brutto w latach 2004–2006 niezmiennie pozostawały mazowieckie i śląskie, wytwarzające łącznie w kolejnych latach omawianego okresu około 1/3 krajowej wartości PKB. W 2006 roku województwa te wypracowały 34,6% wartości produktu krajowego brutto, skupiając na swoim terenie 28,4% ogółu pracujących w gospodarce narodowej.

W latach 2004–2006 w grupie województw z największymi udziałami w generowaniu produktu krajowego brutto, oprócz mazowieckiego i śląskiego, były także województwa: wielkopolskie, dolnośląskie i małopolskie, zajmujące w każdym z omawianych lat te same lokaty. W 2006 roku jednostki produkcyjne z wymienionych pięciu województw, w których było zatrudnionych 53,3% ogółu pracujących w gospodarce narodowej, wytworzyły w sumie 59,4% krajowej wartości PKB (por. tabela 10).

Tabela 10. Produkt krajowy brutto w latach 2004–2006 według województw (w mln zł)

Województwo	2004	2005	2006
Mazowieckie	150 182	210 219	229 212
Śląskie	100 119	130 442	137 959
Wielkopolskie	69 234	92 813	98 806
Dolnośląskie	58 939	76 943	85 774
Małopolskie	54 453	71 748	78 789
Łódzkie	46 093	61 110	65 628
Pomorskie	41 923	55 602	60 250
Kujawsko-pomorskie	36 837	46 469	50 217
Zachodniopomorskie	33 599	40 533	42 887
Lubelskie	30 065	38 388	40 849
Podkarpackie	28 514	37 319	39 894
Warmińsko-mazurskie	21 722	28 153	29 977
Świętokrzyskie	19 661	24 794	27 084
Lubuskie	17 674	23 455	24 942
Opolskie	17 622	22 405	23 338
Podlaskie	17 740	22 909	24 427
Polska	744 378	983 302	1 060 031

Źródło: opracowanie własne na podstawie BDR, www.stat.gov.pl, 10 sierpnia 2008 r.

Przeciętny poziom produktu krajowego brutto w przeliczeniu na mieszkańca dla Polski w 2006 roku wyniósł 27 799 zł (a w 2005 roku – 25 767 zł). W przekroju województw poziom PKB na mieszkańca w 2006 roku był znacznie zróżnicowany. W latach 2004–2006 rozbieżności w PKB na mieszkańca pomiędzy województwami zwiększyły się⁴.

6. Wykorzystanie funduszy UE a sytuacja społeczno-gospodarcza jednostek terytorialnych w Polsce

Pomimo bardzo krótkiego, bo zaledwie ponad dwuletniego, okresu korzystania z pomocy unijnej w latach 2004–2006, uwidacznia się korzystny wpływ środków pomocowych na wzrost gospodarczy polskich regionów, co oczywiście ma swoje odzwierciedlenie w sytuacji panującej na rynku pracy oraz poziomie i warunkach życia społeczeństwa. Wzmocnienie możliwości inwestycyjnych poszczególnych woje-

⁴ Zob. Produkt krajowy brutto – Rachunki regionalne w 2006 r., Katowice 2008, www.stat.gov.pl, 10 grudnia 2008 r.

wódtw poprzez fundusze europejskie dało także wymierne rezultaty i korzyści, zarówno w sferze gospodarczej, jak i społecznej.

W badanym okresie znacząco zwiększyły się dochody poszczególnych jednostek samorządu terytorialnego. W latach 2004–2006 wzrosły ogółem z 91 504 mln w 2004 roku do 117 040,2 mln w 2006 roku. Szybki wzrost nastąpił także po stronie wydatków, które w jednostkach samorządu terytorialnego wzrosły z 91 386,8 mln w 2004 roku do 120 038,2 mln w 2006 roku. Wzrost wydatków jest w dużej mierze generowany przez wydatki inwestycyjne. Wzrost natomiast inwestycji był spowodowany zarówno przez zwiększone dochody jednostek samorządu terytorialnego, jak również przez dostępne i coraz częściej wykorzystywane środki pomocowe w ramach programów UE.

Na wzrost dochodów i wydatków niewątpliwym wpływ miały zmiany związane z rynkiem pracy i tendencjami na nim zachodzącymi. Należy pamiętać zarówno o istotnym spadku poziomu bezrobocia, mierzonym liczbą osób bezrobotnych i stopą bezrobocia, jak również rosnącym poziomem wynagrodzeń w poszczególnych województwach.

W skali kraju przeciętne wynagrodzenie wzrosło z 2409,69 zł w 2004 roku do 2636,81 w 2006 roku. Tak istotna zmiana przełożyła się bezpośrednio na możliwości wydatkowe poszczególnych gospodarstw domowych oraz ich decyzje zakupowe. Zwiększony popyt na towary i usługi, zgłaszany przez gospodarstwa domowe, pozytywnie wpłynął również na sytuację polskich przedsiębiorstw oraz zaowocował powstaniem kolejnych podmiotów na rynku.

Fundusze Unii Europejskiej, wspomagając rozwój gospodarczy, wpłynęły także na poziom bezrobocia. Zarówno stopa bezrobocia, jak i liczba osób bez pracy w latach 2004–2006 znacząco się zmniejszyła. Poprawa sytuacji na rynku pracy nastąpiła we wszystkich województwach, a najdynamiczniejsze zmiany zaszły w województwach: lubuskim, dolnośląskim, zachodniopomorskim i pomorskim. Oznacza to, że w regionach, gdzie występowały największe problemy ze znalezieniem zatrudnienia, zaszły istotne, korzystne zmiany na rynku pracy. W 2004 roku największa stopa bezrobocia była w województwie dolnośląskim (24,9%), a najniższa w mazowieckim (14,6%). Natomiast w 2006 roku dysproporcje te były już znacznie mniejsze, a stopy bezrobocia osiągnęły poziom odpowiednio: w dolnośląskim 17,1% i mazowieckim 12,2%. Podobne tendencje dotyczą wszystkich regionów, które w 2004 roku miały najwyższą stopę bezrobocia (zob. tabela 11).

Od końca 2004 roku do końca 2006 roku liczba zatrudnionych w Polsce wzrosła o 853 tys. osób, w tym o 317 tys. przez fundusze unijne. Bezpośrednio dzięki projektom każdy beneficjent utworzył średnio 2,4 miejsca pracy⁵.

⁵ Polska i jej fundusze: 2004–2006, 2007–2013, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, s. 7.

Tabela 11. Stopa bezrobocia i dynamika zmian

Województwo	Stopa bezrobocia			
	2004	2005	2006	Zmiana 2004–2006
Dolnośląskie	24,9	22,8	17,1	7,8
Kujawsko-pomorskie	22,1	19,8	16,1	6,0
Lubelskie	16,7	14,3	12,7	4,0
Lubuskie	23,2	19,1	13,9	9,3
Łódzkie	18,8	17,4	13,4	5,4
Małopolskie	17,2	15,2	12,5	4,7
Mazowieckie	14,6	14,8	12,2	2,4
Opolskie	17,8	17,0	13,2	4,6
Podkarpackie	16,7	16,6	13,6	3,1
Podlaskie	15,6	14,3	11,4	4,2
Pomorskie	20,2	18,9	13,5	6,7
Śląskie	19,3	19,0	14,1	5,2
Świętokrzyskie	20,6	19,0	15,6	5,0
Warmińsko-mazurskie	22,3	20,4	15,9	6,4
Wielkopolskie	18,2	17,2	12,7	5,5
Zachodniopomorskie	23,8	22,7	17,1	6,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie BDR, www.stat.gov.pl, 10 sierpnia 2008 r.

W badanym okresie istotnie wzrosły także wydatki inwestycyjne. Było to możliwe z racji dynamicznego zwiększenia się dochodów własnych jednostek samorządu terytorialnego w poszczególnych województwach. Wzrost dochodów własnych w badanym okresie zawierał się w przedziale od około 23% w województwie łódzkim do ponad 37% w mazowieckim. Procentowe, jeszcze większe zmiany odnotowano w dochodach jednostek samorządu terytorialnego w przeliczeniu na mieszkańca, które w skali kraju w latach 2004–2006 wzrosły aż o 28,02%. Różnica w procentowej zmianie wzrostu dochodów własnych a dochodów w przeliczeniu na mieszkańca w poszczególnych województwach była spowodowana zjawiskami demograficznymi, jakie zaszły na ich terenie. Niestety, w większości województw pogłębia się zapaść demograficzna, a tylko w województwach: mazowieckim, pomorskim, wielkopolskim, małopolskim i podkarpackim liczba ludności w badanym okresie się zwiększyła, co ma oczywiście odzwierciedlenie w dochodach województw w przeliczeniu na mieszkańca.

W badanym okresie znacząco wzrosły także wydatki jednostek samorządu terytorialnego. W skali kraju wzrosły one średnio o ponad 31%, a w skali poszczególnych województw o około 27–38%. Większe wydatki pozytywnie przełożyły

się bezpośrednio na poziom wydatków inwestycyjnych. Wzrost wydatków inwestycyjnych miał pozytywny wpływ na tworzenie bazy ekonomicznej regionów, co widoczne jest chociażby we wzroście dochodów jednostek samorządu terytorialnego.

Na te pozytywne zmiany istotny wpływ miały oczywiście środki pomocowe UE, których płatności zrealizowane w latach 2004–2006 zaprezentowano w tabeli 12.

Tabela 12. Płatności w poszczególnych programach operacyjnych (w mln PLN)

Program operacyjny		Płatności na koniec lipca 2008 r.	Płatności na koniec lipca 2008 r., jako % alokacji (według dotychczasowej metody)	Płatności na koniec lipca 2008 r., jako % alokacji (według algorytmu uwzględniającego zmiany kursu walutowego)
SPO WKP		3 428,3	81,4	76,6
ZPORR	ERDF	8 773,8	103,0	94,6
	ESF	1 208,2	81,8	78,1
	OGÓŁEM	9 982,0	99,9	92,2
SPO Transport		3 592,1	91,7	85,8
SPO RZL		4 572,5	92,4	85,5
SPO Restrukturyzacja		3 892,7	96,9	89,1
SPO Rybołówstwo		477,5	70,3	67,3
PO PT		83,9	88,1	82,4
IW EQUAL		409,9	90,9	85,1
IW INTERREG		502,7	84,4	79,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Wykorzystanie funduszy strukturalnych i Funduszu Spójności – stan na sierpień 2007 r., Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2007, s. 5.

Badając wpływ środków pomocowych UE na rozwój polskich regionów, szczególną uwagę należy zwrócić na fundusze, które przeznaczono na realizację programu ZPORR. One bowiem bezpośrednio wpłynęły na możliwości realizowania projektów inwestycyjnych, mających wpływ na kształtowanie się i konkurencyjność gospodarek lokalnych i regionalnych.

Istotne zmiany zaszły także w infrastrukturze poszczególnych województw. Zgodnie z analizą działań ZPORR, do końca 2006 roku oddano do użytku ponad 1298 km sieci wodociągowej i 1451 km sieci kanalizacyjnej. Obok 67 wybudowanych bądź zmodernizowanych oczyszczalni ścieków, utworzone systemy sieci wodociągowej i kanalizacyjnej są widocznym efektem realizacji działań w ramach

rozbudowy infrastruktury ochrony środowiska⁶. Skala i rozmiar przeprowadzonych inwestycji, których znaczna część została zrealizowana w województwach najsłabiej rozwiniętych, wskazuje, że fundusze UE przyczyniają się do zmniejszania dysproporcji rozwoju w zakresie wyposażenia w podstawową infrastrukturę między poszczególnymi regionami (por. tabela 13).

Tabela 13. Efekt realizacji projektów w postaci długości zbudowanych lub zmodernizowanych sieci wodociągowych i kanalizacyjnych (dane na koniec 2006 roku)

Województwo	Długość zbudowanej lub zmodernizowanej sieci wodociągowej (w km)	Długość zbudowanej lub zmodernizowanej sieci kanalizacyjnej (w km)
Dolnośląskie	57	66
Kujawsko-pomorskie	39	94
Lubelskie	49	99
Lubuskie	23	88
Łódzkie	32	128
Małopolskie	33	108
Mazowieckie	245	78
Opolskie	22	41
Podkarpackie	18	94
Podlaskie	207	54
Pomorskie	19	47
Śląskie	51	83
Świętokrzyskie	247	102
Warmińsko-mazurskie	127	78
Wielkopolskie	40	245
Zachodniopomorskie	40	48

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Polska..., *op. cit.*, s. 9.

Istotne inwestycje w ramach realizacji projektów współfinansowanych ze środków UE poczyniono także w infrastrukturze drogowej. Projekty z zakresu infrastruktury transportowej i komunikacyjnej mogły ubiegać się o wsparcie w ramach ZPORR, SPO Transport oraz ze środków z Funduszu Spójności.

W przypadku długości wybudowanych i zmodernizowanych dróg największe inwestycje poczyniono w województwie małopolskim i mazowieckim. Na szczególną uwagę zasługują także inwestycje zrealizowane w województwach najsłabiej roz-

⁶ Polska..., *op. cit.*, s. 9.

winiętych gospodarczo, np. w województwach: lubelskim, kujawsko-pomorskim, świętokrzyskim, podlaskim czy podkarpackim. Długość wybudowanych i zmodernizowanych dróg, biorąc pod uwagę wielkość omawianych województw, świadczy, że wykorzystują one szanse rozwojowe i nadrabiają zaległości w stosunku do terenów najlepiej rozwiniętych.

Szczególnie istotną grupą beneficjentów w latach 2004–2006 byli przedsiębiorcy. Mogli oni ubiegać się o dofinansowanie w ramach dwóch projektów: SPO wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw oraz ZPORR (działanie 3.4 dotyczące mikroprzedsiębiorstw). Bezpośrednio z oferowanego wsparcia w ramach funduszy strukturalnych w postaci usług doradczych, dofinansowania nowych inwestycji oraz działań modernizacyjnych do końca 2006 roku skorzystało ponad 12,8 tys. przedsiębiorstw. Największym beneficjentem spośród tej grupy, pod względem wielkości uzyskanego wsparcia z Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego, były MŚP (67%). Ogromnym powodzeniem cieszyły się także projekty modernizacji lub rozbudowy przedsiębiorstwa⁷.

Zmiany zachodzące w liczbie podmiotów gospodarki narodowej, a także wartości projektów i dofinansowania przypadającego na przedsiębiorstwa, wskazują, że firmy zlokalizowane na obszarach województw stosunkowo najbiedniejszych realizują największe inwestycje, biorąc pod uwagę dostępne środki pomocowe. Uwidaczniają się również tendencje, polegające na dynamicznym wzroście liczby podmiotów gospodarki narodowej zlokalizowanych m.in. na terenie województw: świętokrzyskiego, lubuskiego, kujawsko-pomorskiego czy podlaskiego. Doprowadza to do sytuacji, w której powstaje odpowiedni klimat do zakładania i prowadzenia działalności gospodarczej, a przedsiębiorstwa poprzez realizację inwestycji wspartych z funduszy UE przyczyniają się do niwelowania dystansu w rozwoju w stosunku do województw najlepiej rozwiniętych (zob. tabela 14).

Analizując wpływ środków pomocowych na rozwój poszczególnych regionów i zmniejszanie dysproporcji w rozwoju, należy pamiętać także o projektach realizowanych w wielu sferach życia społecznego i gospodarczego, których konsekwencje będą widoczne i możliwe do oszacowania dopiero w przyszłości.

Bez wątpienia do takich działań należą projekty zrealizowane w ochronie zdrowia, które istotnie przyczyniły się do poprawy warunków opieki medycznej w poszczególnych regionach. Bardzo istotne były projekty realizowane w ramach działań podjętych na poziomie lokalnym i regionalnym (1.3.2 i 3.5.2 ZPORR). Głównym ich celem było podniesienie standardu świadczeń usług medycznych. W związku z tym inwestycje koncentrowały się na zakupie specjalistycznego

⁷ Polska..., *op. cit.*, s. 11.

sprzętu operacyjnego i diagnostycznego, modernizacji infrastruktury placówek oraz zwiększeniu liczby samochodów ratownictwa medycznego⁸.

Tabela 14. Wartość podpisanych umów na dofinansowanie a liczba podmiotów gospodarki narodowej

Województwo	Podmioty gospodarki narodowej ogółem			Wartość dofinansowania z EFRR na przedsiębiorstwo (w zł)	Wartość projektu na przedsiębiorstwo (w zł)
	2004	2006	2006–2004		
Dolnośląskie	304 474	303 050	-1 424	421	2 093
Kujawsko-pomorskie	185 175	186 949	1 774	888	4 077
Lubelskie	149 478	150 579	1 101	625	2 520
Lubuskie	99 031	105 559	6 528	873	4 103
Łódzkie	244 715	241 221	-3 494	648	3 694
Małopolskie	288 773	289 368	595	627	2 675
Mazowieckie	585 529	609 601	24 072	499	2 510
Opolskie	88 422	92 846	4 424	618	2 264
Podkarpackie	139 545	140 656	1 111	907	3 315
Podlaskie	90 982	88 931	-2 051	918	3 865
Pomorskie	223 046	229 010	5 964	337	1 395
Śląskie	429 173	425 499	-3 674	734	4 732
Świętokrzyskie	103 116	106 312	3 196	821	4 804
Warmińsko-mazurskie	108 910	111 311	2 401	667	2 337
Wielkopolskie	334 505	345 669	11 164	708	3 495
Zachodniopomorskie	201 956	209 478	7 522	566	3 600

Źródło: opracowanie własne.

7. Podsumowanie

Analizując wpływ funduszy pomocowych na rozwój polskich regionów i niwelowanie różnic w poziomie rozwoju pomiędzy najbiedniejszymi i najzamożniejszymi województwami, należy stwierdzić, że pojawiły się pierwsze symptomy świadczące o skuteczności podejmowanych działań. Lata 2004–2006 to okres dynamicznych przemian zarówno w skali gospodarczej, jak i społecznej. Dzięki dostępności środków pomocowych w ramach UE i realizowanych z ich pomocą inwestycji polskie

⁸ Polska..., *op. cit.*, s. 8.

regiony nadrabiają zaległości w poziomie rozwoju w stosunku do najbardziej rozwiniętych regionów europejskich.

Jest to jednak okres zbyt krótki, by jednoznacznie ocenić skalę i wpływ funduszy UE na możliwości niwelowania różnic w poziomie rozwoju społeczno-gospodarczego występujących pomiędzy polskimi województwami. Konieczne jest zatem prowadzenie dalszych badań w przyszłości. Tylko bowiem obserwacje dokonane w dłuższym okresie mogą dostarczyć wyczerpujących informacji na temat skuteczności działań zmierzających do zmniejszenia różnic w poziomie rozwoju między poszczególnymi regionami.

Przeprowadzone badania pozwalają sformułować kilka wniosków końcowych:

- programy pomocowe UE odgrywają istotną rolę w finansowaniu inwestycji JST w Polsce. Inwestycje w sferze publicznej są ważnym czynnikiem dynamizującym procesy rozwoju lokalnego i regionalnego,
- w ramach wykorzystania funduszy UE dofinansowano różnorodne tematycznie projekty z zakresu: infrastruktury ochrony środowiska, infrastruktury komunikacyjnej, oraz szeroko rozumianej infrastruktury społecznej; dzięki takiemu kształtowi polityki pomocowej rozwój lokalny został potraktowany jako zjawisko kompleksowe i wymagające podejścia zrównoważonego. Bardzo ważną dziedziną dofinansowania była infrastruktura ochrony środowiska. Wynikało to z dużego opóźnienia Polski pod względem dostępu do infrastruktury związanej z ochroną przyrody; niebagatelna jest rola, jaką fundusze unijne odegrały w procesie kształtowania świadomości ekologicznej wśród beneficjentów pomocy. Bardzo duże wyjątkowe możliwości w tym zakresie stwarza także Fundusz Spójności, który, finansując przedsięwzięcia o dużej skali, dostarcza jednorazowo środków wystarczających na wszechstronne i docelowe rozwiązanie problemu ochrony środowiska w danej jednostce lub grupie jednostek. Równie ważne są inwestycje realizowane w zakresie rozwoju infrastruktury transportowej, zarówno lokalnej, regionalnej, jak i ogólnokrajowej,
- analiza sytuacji finansowej jednostek samorządu terytorialnego, w tym zwłaszcza dynamiki zmian wydatków inwestycyjnych, pokazuje pierwsze efekty alokacji funduszy UE. Wyraża się to zwiększeniem zarówno rozmiarów realizowanych projektów, jak i jakości ich przygotowania i realizacji,
- pierwsze pozytywne następstwa widoczne są także w analizie wskaźników sytuacji społeczno-gospodarczej Polski i poszczególnych województw,
- korzystnym efektem sięgania po środki pomocowe UE jest z pewnością wzrost poziomu zarządzania jednostkami samorządu terytorialnego, z których wiele zaczęło realizować model zarządzania strategicznego. Podejmowane decyzje wynikały ze spójnych zapisów takich dokumentów,

jak: strategie rozwoju gmin, wieloletnie plany inwestycyjne i wieloletnie plany finansowe. Stopniowo wraz ze wzrostem wartości realizowanych projektów przełamywane są również opory władz gminnych w zakresie stosowania nowych źródeł finansowania zadań,

- niekorzystnym zjawiskiem w procesie finansowania projektów inwestycyjnych są zidentyfikowane bariery, wśród których duże znaczenie mają bariery administracyjne oraz bariera własnego potencjału finansowego beneficjentów. Sytuacja taka jest o tyle niekorzystna, że dla niektórych jednostek terytorialnych stanowić to będzie ograniczenie dostępności unijnych instrumentów finansowych, a tym samym wielkości realizowanych przez samorządy inwestycji.

8. Bibliografia

1. Borodo A., Samorząd terytorialny: system prawno-finansowy, LexisNexis, Warszawa 2006.
2. Jankowska A., Kierkowski T., Knopik R., Fundusze pomocowe dla Polski, „Unia Europejska”, 2003, Nr 8.
3. Narodowy Plan Rozwoju 2004–2006, Ministerstwo Gospodarki i Pracy, Warszawa 2004.
4. Podstawy Wsparcia Wspólnoty 2004–2006. Podstawowe informacje, Dokument przygotowany wspólnie z Komisją Europejską; zatwierdzony przez Wysokich Komisarzy KE 10 grudnia 2003 r., przyjęty przez Radę Ministrów 23 grudnia 2003 r., MGiPS, Warszawa 2003.
5. Polska i jej fundusze: 2004–2006, 2007–2013, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego.
6. Produkt krajowy brutto – Rachunki regionalne w 2006 r., Katowice 2008, www.stat.gov.pl, 10 grudnia 2008 r.
7. Sprawozdanie z realizacji w 2006 r. Narodowego Planu Rozwoju na lata 2004–2006, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, IZ PWW, czerwiec 2007 r.
8. Wykorzystanie funduszy strukturalnych i Funduszu Spójności – stan na sierpień 2007 r., Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2007.

Struktura finansowania projektów partnerstwa publiczno-prywatnego

1. Wprowadzenie

Partnerstwo publiczno-prywatne, jako metoda wykonywania zadań publicznych, stosowane w odpowiedni sposób może prowadzić do uzyskania wielu korzyści. Z punktu widzenia sektora publicznego (ujęcie makroekonomiczne), na którym spoczywa odpowiedzialność za stan infrastruktury i jakość świadczonych usług publicznych, szczególnie istotna może wydawać się możliwość finansowania inwestycji publicznych ze środków prywatnych. Zastąpienie finansowania publicznego w całości lub w części finansowaniem prywatnym nie tylko oddala konieczność zwiększania podatków i zaciągania przez państwo długu, ale pozwala zaoszczędzić środki finansowe pozostające do dyspozycji władz publicznych. Rodzi to określone, pozytywne skutki dla stanu finansów sektora publicznego. W szczególności, możliwe jest przeznaczenie „uwolnionych” w ten sposób środków na inne cele, np. na finansowanie potrzeb administracji publicznej¹.

Wybór partnerstwa publiczno-prywatnego jako metody realizacji przedsięwzięcia nie ma wpływu na poziom charakteryzującego je ryzyka, ale stwarza warunki przeniesienia jego części z sektora publicznego na prywatnych inwestorów współuczestniczących w realizacji danego przedsięwzięcia (ujęcie mikroekonomiczne). Tradycyjne metody realizacji inwestycji publicznych nie dają takiej możliwości. Sektor prywatny przejmuje ryzyko właściwe przedsięwzięciu realizowanemu wspólnie z sektorem publicznym, zgodnie z warunkami podpisanej przez strony umowy partnerstwa publiczno-prywatnego, w stopniu (mniejszym lub większym) wynikającym z podziału zadań i ryzyka, dokonanego przez strony, z uwzględnieniem specyfiki projektu oraz jego wykonawców, i odzwierciedlonego w umowie. Sektor prywatny może przyjąć na siebie ryzyko związane z finansowaniem realizowanego przedsięwzięcia, a struktura finansowania poszczególnych przedsięwzięć w decydującym stopniu zależy od podziału ryzyka projektu dokonanego przez strony umowy. Im większa część ryzyka związanego z finansowaniem danego przedsięwzięcia zostaje przeniesiona na prywatnych inwestorów,

¹ N. Budina, H. Polackova Brix, T. Irvin, Public-Private Partnerships In the New EU Member States. Managing Fiscal Risks, World Bank Working Paper, The World Bank, Washington, D.C. 2007, s. vii.

w tym większym stopniu finansowanie prywatne zastępuje finansowanie publiczne. Jednak podmioty prywatne uczestniczące w projektach partnerstwa publiczno-prywatnego dążą do minimalizowania ryzyka, przypadającego im w wyniku podziału zadań między sektor publiczny i prywatny, co rodzi określone ich preferencje co do struktury finansowania realizowanych przedsięwzięć.

2. Struktura finansowania projektów partnerstwa publiczno-prywatnego

2.1. Uwagi wstępne

Struktura finansowania projektów partnerstwa publiczno-prywatnego jest jednym z czynników kształtujących efektywność realizowanych przedsięwzięć.

Z partnerstwem publiczno-prywatnym jest związana możliwość finansowania kosztów inwestycji publicznych przez podmioty prywatne. Stosując partnerstwo publiczno-prywatne, sektor publiczny może zatem realizować przedsięwzięcia służące zaspokojeniu potrzeb społecznych, bez konieczności wydatkowania środków publicznych. Z finansowaniem prywatnym związana jest jednak pewna niedogodność – koszt kapitału pozyskanego przez prywatnych inwestorów z reguły przewyższa koszt kapitału dostępnego sektorowi publicznemu. Wybór droższego sposobu finansowania przedsięwzięcia niewątpliwie nie prowadzi do zwiększenia jego efektywności. Fakt ten nabiera szczególnego znaczenia wobec powszechnie obowiązującej zasady, zgodnie z którą zadanie publiczne powinno być realizowane na zasadach partnerstwa publiczno-prywatnego jedynie wtedy, gdy prowadzi do uzyskania korzyści przewyższających korzyści wynikające z zastosowania innych sposobów realizacji danego przedsięwzięcia (np. tradycyjne zamówienie publiczne). Tymczasem w praktyce okazuje się, że dzięki dostępowi do nowoczesnych technologii, wnoszonych przez prywatnych przedsiębiorców w połączeniu z ich wiedzą, doświadczeniem i umiejętnościami, odpowiednio przygotowane i wdrożone partnerstwo pozwala uzyskać większe korzyści niż inne metody, mimo finansowania relatywnie droższym kapitałem.

Projekty partnerstwa publiczno-prywatnego mogą być finansowane środkami udostępnionymi przez sektor prywatny i publiczny. O tym, które konkretnie formy kapitału zostaną zaangażowane w realizację danego przedsięwzięcia, jak również, jaki jest przewidywany udział środków pochodzących z poszczególnych źródeł, rozstrzyga podpisana przez strony umowa.

Z badań przeprowadzonych w zakresie struktury finansowania przedsięwzięć realizowanych w praktyce na zasadach partnerstwa publiczno-prywatnego wynika, że szczegóły montażu finansowego nie są łatwo dostępne, choć w przypadku

dużych inwestycji sytuacja nie jest zła, natomiast informacje dotyczące mniejszych projektów są ograniczone. Na ich podstawie można wyrobić sobie jednak pewne wyobrażenie o źródłach pochodzenia angażowanego kapitału. Zdecydowanie więcej trudności sprawia określenie struktury finansowania poszczególnych projektów.

2.2. Analiza wybranych projektów²

Przykład 1. Apa Nova – infrastruktura wodna w Bukareszcie, Rumunia³

W zestawieniu danych krótko charakteryzujących projekt w pozycji „Struktura finansowania” zostały wymienione:

- pożyczka Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju (EBOR),
- opłaty wnoszone przez użytkowników sieci.

Z opisu projektu wynika, że podpisana przez strony umowa partnerstwa publiczno-prywatnego zobowiązała partnera prywatnego do zapewnienia środków na modernizację miejskiej sieci wodociągowej, zaś EBOR zaoferował lepsze warunki kredytowania niż inni pożyczkodawcy. Wysokość opłat została ustalona w chwili podpisania umowy, z zastrzeżeniem konieczności ich systematycznej aktualizacji w przyszłości.

Przykład 2. Berlin Wasser – infrastruktura wodno-kanalizacyjna w Berlinie, Niemcy⁴

W zestawieniu danych krótko charakteryzujących projekt w pozycji „Struktura finansowania” zostały wymienione:

- *joint venture*,
- pożyczka Europejskiego Banku Inwestycyjnego (EBI).

Z opisu projektu wynika, że większość ryzyka projektu, łącznie z zapewnieniem środków na jego realizację, przejęli prywatni partnerzy. Ponadto EBI udzielił kredytu w wysokości 420 mln euro. W odpowiedzi na problemy z utrzymaniem płynności przedsięwzięcia, które pojawiły się w toku jego realizacji, partner publiczny zawarł z partnerem prywatnym porozumienia w sprawie udzielenia gwarancji kredytowej w wysokości 361 mln euro. Ciężar zobowiązania strony porozumienia podzieliły między siebie po połowie.

² Prezentowane przykłady zostały wybrane z opracowania Komisji Europejskiej z czerwca 2004 roku: Resource Book on PPP case studies, European Commission, Directorate-General Regional Policy, June 2004.

³ Resource Book on PPP case studies..., *op. cit.*, s. 21–23.

⁴ *Ibidem*, s. 30–32.

Przykład 3. Constanta Water and Wastewater Project – infrastruktura wodno-kanalizacyjna w Konstancy, Rumunia⁵

W zestawieniu danych krótko charakteryzujących projekt w pozycji „Struktura finansowania” zostały wymienione:

- subwencje i pożyczki międzynarodowych instytucji finansowych,
- środki z funduszu ISPA.

Z opisu projektu wynika, że środki potrzebne na realizację przedsięwzięcia będą pochodzić od wybranego międzynarodowego inwestora oraz z długoterminowego zadłużenia. W planie projektu wskazano następujące źródła kapitału:

- 72,4 mln euro dotacji z funduszu ISPA, której beneficjentem jest spółka zarządzająca projektem w pierwszym okresie jego realizacji, stanowiąca własność administracji terenowej,
- 75 mln dolarów gwarantowanej pożyczki udzielonej przez EBOR w ramach programu rozwoju terenowych jednostek administracji publicznej (*Municipal Utilities Development Programme*),
- 20 mln euro pożyczki udzielonej przez EBOR w ramach *Municipal Environmental Loan Facility*,
- 20–50 mln euro od prywatnych inwestorów.

Dla użytkowników sieci wodno-kanalizacyjnej ustalono opłaty zróżnicowane w zależności od zużycia wody.

Przykład 4. Dublin Region Waste Water Scheme (*Treatment plant*) – infrastruktura wodno-kanalizacyjna w Dublinie, Irlandia⁶

W zestawieniu danych krótko charakteryzujących projekt w pozycji „Struktura finansowania” zostały wymienione:

- środki publiczne pochodzące od rządu Irlandii oraz z unijnych subwencji; 50% kosztów projektu sfinansowane z Funduszu Spójności.

Z opisu projektu wynika, że środki publiczne zostały zaangażowane w realizację przedsięwzięcia w ramach modelu DBO (*Design-Build-Operate*), który nie przewiduje finansowania kapitałem prywatnym. 133 mln euro pozyskano z Funduszu Spójności, a drugą połowę środków udostępnił rząd (Departament do spraw Środowiska), podmioty reprezentujące administrację terenową (*Heritage and Local Government* oraz *Dublin City Council*). Udzielenie gwarancji rządowej przy takiej strukturze finansowania – brak inwestorów prywatnych – nie nastąpiło. Dla zewnętrznych użytkowników (ang. *non-domestic users*) ustalono opłaty na poziomie wystarczającym do pokrycia kosztów kapitału i kosztów użytkowania objętych projektem infrastruktury.

⁵ *Ibidem*, s. 33–35.

⁶ *Ibidem*, s. 36–38.

Przykład 5. Karvina Sewerage – infrastruktura wodno-kanalizacyjna, Czechy⁷

W zestawieniu danych krótko charakteryzujących projekt w pozycji „Struktura finansowania” zostały wymienione:

- fundusze lokalne,
- środki z funduszu ISPA,
- kapitał prywatny.

Opis projektu realizowanego w modelu LO (*Lease-Operate*) nie zawiera w zasadzie żadnych dodatkowych informacji o strukturze finansowania przedsięwzięcia, poza wzmianką o wprowadzeniu opłat dla użytkowników oraz o rocznej racie płaconej w ramach umowy leasingu przez operatora.

Przykład 6. M5 Tolled Motorway – budowa autostrady, Węgry⁸

W zestawieniu danych krótko charakteryzujących projekt w pozycji „Struktura finansowania” zostały wymienione:

- pożyczka EBRD,
- pożyczka banków komercyjnych (Commerzbank i ING),
- gwarancja EBRD udzielona bankom komercyjnym (por. tabela 1).

Z opisu projektu wynika, że EBRD udzielił pożyczki w kwocie 52 mln ECU, zaś jego gwarancją została objęta pożyczka banków komercyjnych w wysokości 198 mln ECU. Spółka celowa, powołana do realizacji projektu (*Alfold Koncesszió Autópálya Rt. – AKA*), udostępniła 66 mln ECU swojego kapitału. W 2003 roku zadłużenie spółki zostało poddane restrukturyzacji, dzięki której zmniejszono oprocentowanie długu, a termin jego spłaty uległ wydłużeniu. Jeśli chodzi o opłaty za przejazd, rząd zobowiązał się, że jeśli w ciągu pierwszych sześciu i pół roku użytkowania autostrady dochody AKA z tytułu zarządzania obiektem będą niższe od planowanych, rząd udzieli spółce pożyczki podporządkowanej, której spłata stanie się wymagalna dopiero po wywiązaniu się ze zobowiązań wobec innych pożyczkodawców.

2.3. Wnioski z analizy w zakresie struktury finansowania projektów partnerstwa publiczno-prywatnego

2.3.1. Wnioski z analizy w zakresie struktury finansowania projektów objętych badaniem

Już wstępna ocena przedstawionych przykładów partnerstwa publiczno-prywatnego pozwala zauważyć, że do finansowania projektów realizowanych przy udziale prywatnych partnerów są uruchamiane rozmaite formy kapitału, dostępne zarówno

⁷ *Ibidem*, s. 39–41.

⁸ *Ibidem*, s. 96–99.

sektorowi publicznemu, jak i prywatnemu. Środki wnoszone przez współpracujące podmioty przyjmują – najogólniej rzecz ujmując – **formę środków własnych oraz różnego rodzaju zobowiązań**⁹ (np. pożyczki czy gwarancji). Dbalność o zapewnienie maksymalnej efektywności każdego realizowanego przedsięwzięcia powoduje, że strukturę jego finansowania dostosowuje się w możliwie największym stopniu do specyfiki samego projektu, realizujących go podmiotów oraz innych elementów otoczenia. Przede wszystkim bierze się pod uwagę wielkość planowanych przepływów (opłaty), które wygeneruje projekt, ryzyko projektu oraz jego podział między podmioty współuczestniczące w realizacji przedsięwzięcia. To tłumaczy widoczną na przykładzie zbadanej, choć niezbyt licznej, grupy projektów **różnorodność rozwiązań stosowanych w praktyce**. W tabeli 1 przedstawiono dwie przykładowe struktury finansowania projektów partnerstwa publiczno-prywatnego.

Tabela 1. Przykłady struktury finansowania projektów partnerstwa publiczno-prywatnego

Projekt	Kwota (w mln ECU)	Udział w kosztach projektu (w %)
Odcinek autostrady M5 – Węgry		
Kapitał sponsorów	66,6	18,0
Kredyt EBOR	52,0	14,1
Kredyt banków komercyjnych z gwarancją EBOR	198,0	53,5
Pożyczka podporządkowana	53,4	14,4
Ogółem	370,0	100,0
Projekt	Kwota (w mln euro)	Udział w kosztach projektu (w %)
Autostrada Beiras Litoral/Alta (SCUT IP5) – Portugalia		
Kapitał sponsorów	102,0	8,9
Kredyt EBI	470,0	41,0
Kredyt banku komercyjnego	448,4	39,1
Przepływy pieniężne netto z podatku VAT	126,2	11,0
Ogółem	1 146,6	100,0

Niestety w publikacji KE nie podano szczegółów struktury finansowania żadnego z mniejszych omawianych w niej projektów. Dwie duże, przytoczone w tabeli 1 inwestycje są jedynymi, dla których struktura kapitału została ujawniona.

Źródło: Resource Book on PPP case studies..., *op. cit.*

⁹ *De facto*, część kapitału przyjmuje cechy finansowania hybrydowego (*mezzanine finance*), np. kredyt podporządkowany udzielany przez prywatnych inwestorów.

Konsekwencją zaobserwowanego zróżnicowania struktury kapitału w grupie inwestycji poddanych analizie jest **brak możliwości określenia standardowej struktury finansowania**, która byłaby najlepszym rozwiązaniem dla wszystkich projektów partnerstwa publiczno-prywatnego i z tego względu mogłaby być zalecana jako struktura modelowa dla przedsięwzięć realizowanych tą metodą. Uzasadnieniem takiego kierunku wnioskowania wydaje się być wspomniana już konieczność dopasowania struktury kapitału do specyfiki danego projektu, spotęgowana wysokością ponoszonych nakładów i długim okresem realizacji.

W poddanych badaniu inwestycjach zwraca uwagę **praktyka pobierania od użytkowników infrastruktury, i zarazem adresatów, świadczonych usług opłat**, które z reguły są dokonywane na rzecz podmiotów zarządzających infrastrukturą w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego. Opłaty te to przepływy pieniężne, będące dogodnym źródłem pokrycia kosztów realizowanych inwestycji. Przepływy generowane przez projekt mogą przede wszystkim zabezpieczać dług udzielany przez kredytodawców na sfinansowanie kosztów realizacji przedsięwzięcia, a jednocześnie stanowić źródło jego spłaty¹⁰.

W przedstawionych przykładach projektów finansowanych długiem nie zamieszczono jednoznacznych informacji o sposobie zabezpieczenia udzielanych pożyczek. Są natomiast wzmianki o opłatach ponoszonych przez użytkowników za świadczone im usługi publiczne, np. dotyczące zasad ustalania ich wysokości czy rozliczania przez partnerów prywatnych z podmiotem publicznym. **Nie można wykluczyć, że w prezentowanych przedsięwzięciach finansowanych z wykorzystaniem kapitału dłużnego generowane przepływy są zabezpieczeniem udzielonego długu oraz źródłem jego obsługi. Wobec poczynionych spostrzeżeń nie bezzasadne staje się przypuszczenie, że do sfinansowania projektów poddanych badaniu zastosowano technikę finansowania strukturalnego, w tym *project finance*.** Hipoteza ta wydaje się tym bardziej prawdopodobna, że realizację analizowanych przedsiębiorstw prowadziły specjalnie w tym celu powołane podmioty. Jednak dowiedzenie, że do finansowania projektów objętych badaniem zastosowano technikę *project finance* na podstawie dostępnych informacji, nie wydaje się możliwe.

2.3.2. Wyniki przeglądu literatury

Hipoteza dotycząca struktury finansowania przedsięwzięć realizowanych na zasadach partnerstwa publiczno-prywatnego, sformułowana na podstawie badanej próby, znajduje w pewnym zakresie potwierdzenie w literaturze przedmiotu.

¹⁰ E. R. Yescombe, *Project finance. Wybrane elementy finansowania strukturalnego*, Wolter Kluwers Polska Sp. z o.o., Kraków 2007, s. 9 i 16.

Z publikacji podejmujących problematykę partnerstwa publiczno-prywatnego i/lub techniki finansowania *project finance* wynika, że typowym sposobem mobilizowania środków na finansowanie projektów partnerstwa publiczno-prywatnego jest finansowanie strukturalne, w tym *project finance*¹¹.

Dla finansowania *project finance* charakterystyczne jest przede wszystkim występowanie dwóch elementów¹²:

- 1) kapitału własnego udostępnianego przez inwestorów;
- 2) długu udzielanego przez jednego kredytodawcę lub grupę kredytodawców.

Na strukturę *project finance* składają się kontrakty i umowy zawierane przez **spółkę celową** (patrz tekst w ramce) z uczestnikami projektu, np. kontrakty: na realizację, na zarządzanie, na odbiór, czy umowa licencyjna lub koncesyjna. Ze względu na zróżnicowanie projektów i specyfikę każdego z nich struktury poszczególnych przedsięwzięć nie są jednakowe. Występowanie pewnych stałych elementów we wszystkich projektach powoduje, że dają się one objąć jednym, wspólnym schematem. Ramy tego schematu, kształtowane z uwzględnieniem przede wszystkim aspektów praktycznych, zachowują znaczną płynność.

W finansowaniu *project finance* występuje więc różnorodność rozwiązań stosowanych w poszczególnych przedsięwzięciach, wynikająca ze zindywidualizowanego podejścia do każdej inwestycji. Ponadto dla *project finance* typowy jest wysoki udział finansowania dłużnego¹³. Niestety, w odniesieniu do przedsięwzięć poddanych ocenie w ramach prowadzonego badania, w których zastosowano finansowanie dłużne, ustalenie jego udziału w finansowaniu ogółem poszczególnych projektów, z powodu braku szczegółowych informacji, nie jest możliwe. Jedyne w przypadku dwóch inwestycji podana struktura kapitału wykorzystanego do ich sfinansowania pozwala jednoznacznie stwierdzić dominujący udział długu (patrz tabela 1)¹⁴. Brakuje jednak podstaw, aby tym wnioskiem objąć całą próbę.

¹¹ Np. w: BOT w projektach partnerstwa publiczno-prywatnego, Difin, Warszawa 2006, s. 170.

¹² E. R. Yescombe, *Project finance. Wybrane elementy...*, *op. cit.*, s. 13–18 i 21.

¹³ K. Brzozowska, *Finansowanie inwestycji infrastrukturalnych przez kapitał prywatny na zasadach project finance*, CeDeWu, Warszawa 2005, s. 99.

¹⁴ *Resource Book on PPP case studies...*, *op. cit.*, s. 96–99 i 100–103.

Do realizacji projektu partnerstwa publiczno-prywatnego jego uczestnicy często powołują nową, odrębną spółkę celową (spółka specjalnego przeznaczenia; ang. *special purpose vehicle*), zostając jej udziałowcami¹⁵. Ich zobowiązania finansowe, wynikające z zaangażowania w dane przedsięwzięcie, są ograniczone do kwoty wniesionego kapitału własnego. Naturalne jest zatem dążenie właścicieli spółki, kierujących się zasadą minimalizowania ryzyka, do możliwie jak najwyższego udziału finansowania obcego. Do spółki mogą przystąpić zarówno podmioty reprezentujące sektor publiczny, jak i prywatny, które w chwili powołania spółki przekazują jej odpowiedzialność za wdrożenie projektu.

Spółka specjalnego przeznaczenia może prowadzić działalność tylko bezpośrednio związaną z projektem. Zakres działalności spółki ogranicza się do realizacji i eksploatacji projektu. Z projektem powinny zatem też być związane wszystkie jej aktywa i pasywa. Dzięki temu można uniknąć powstania zobowiązań spółki niezwiązanych z projektem, co by podważyło jej wiarygodność. Spółkę celową powołuje się z reguły w końcowej fazie przygotowania projektu.

Spółka celowa jest narzędziem finansowania strukturalnego, które ma zastosowanie w inwestycjach wymagających dużych nakładów, realizowanych przy współudziale finansowania prywatnego oraz generujących przepływy pieniężne w długim okresie. Dla finansowania strukturalnego jest typowe, że spółka celowa występuje w roli kredytobiorcy. Spółka nie ma historii kredytowej, jak również nie dysponuje majątkiem, który mógłby stanowić zabezpieczenie kredytu. Z tego względu inwestorzy udzielają w ramach spółki gwarancji w ograniczonym zakresie (finansowanie z ograniczonym regresem) lub nie udzielają jej w ogóle (finansowanie bez prawa regresu), zaś podstawą w ocenie zdolności kredytowej są planowane przepływy pieniężne, które ma wygenerować projekt. Tym samym kredytodawca użycza środki odpowiednio ograniczonym regresem do majątku spółki lub bez regresu, a zabezpieczenie kredytu stanowią planowane przepływy pieniężne. Dzięki temu dawcy kapitału własnego oceniają ryzyko projektów o wysokim udziale finansowania relatywnie nisko.

2.3.3. Wnioski

Przeprowadzona analiza, szczególnie odniesienie wyników badania przykładowych projektów partnerstwa publiczno-prywatnego do literatury przedmiotu, pozwala podtrzymać przypuszczenie, że w grupie projektów poddanych badaniu są przedsięwzięcia, w odniesieniu do których zastosowano technikę finansowania strukturalnego.

¹⁵ *Ibidem*, s. 51–54.

3. Wpływ projektów partnerstwa publiczno-prywatnego na stan finansów publicznych

Jednym ze sposobów prowadzenia analizy struktury finansowania projektów partnerstwa publiczno-prywatnego – co już zasygnalizowano – jest ujęcie makroekonomiczne, które pozwala ustalić, czy sposób finansowania danego przedsięwzięcia prowadzi do zwiększenia deficytu i zadłużenia sektora finansów publicznych, czy nie¹⁶. W krajach doświadczających niedoborów środków publicznych wpływ partnerstwa publiczno-prywatnego na stan ich finansów publicznych może być jednym z ważkich czynników przy wyborze metod wykonywania zadań publicznych. Właściwa partnerstwu publiczno-prywatnemu możliwość dostępu do dodatkowych środków, udostępnianych przez sektor prywatny, jest często czynnikiem istotnie dynamizującym rozwój partnerstwa w danym kraju.

Jak już wspomniano, obowiązek zmobilizowania środków niezbędnych do sfinansowania inwestycji, podejmowanej przez sektor publiczny we współpracy z sektorem prywatnym na zasadach partnerstwa publiczno-prywatnego, strony dzielą między siebie, stosownie do uzgodnionych, określonych w umowie warunków. W zależności od dokonanego podziału zadań i ryzyka każda ze stron ponosi odpowiednio mniejszy lub większy ciężar finansowania projektu. Projekty, które angażują finansowo tylko jedną ze stron – albo sektor publiczny, albo sektor prywatny – występują stosunkowo rzadko. W praktyce wspólny udział obu sektorów w finansowaniu przedsięwzięcia jest rozwiązaniem stosowanym relatywnie najczęściej.

Wpływ struktury finansowania konkretnej inwestycji na poziom deficytu i długu publicznego zależy od stopnia zaangażowania każdego z sektorów – w im większym stopniu za finansowanie odpowiada sektor prywatny, tym mniejszy jest wpływ danego przedsięwzięcia na stan finansów sektora publicznego, i odwrotnie.

W niektórych przypadkach przyczyny natury społecznej (może to być troska o zapewnienie powszechnej dostępności i wysokiej jakości usłudze o priorytetowym znaczeniu, np. w zakresie profilaktyki nowotworowej) mogą zdecydować o pozostawieniu w całości obowiązku nagromadzenia potrzebnych środków po stronie sektora publicznego. Korzyściom sektora publicznego, wynikającym z takiego projektu, trudno nadać wymiar pieniężny, gdyż ich źródłem jest dostęp do najnowszych technologii udostępnionych przez sektor prywatny, jego wiedza, umiejętności oraz doświadczenie w realizacji określonego typu przedsięwzięć.

¹⁶ Kwestia wpływu przedsięwzięć partnerstwa publiczno-prywatnego na poziom deficytu i długu sektora finansów publicznych została podjęta przez Eurostat w opracowaniu pt. *New Decision of Eurostat on deficit and debt. Treatment of public-private partnerships*, Eurostat Press Office, 18/2004 – 11 February 2004, Luxembourg.

Obserwując w czasie rozwój rynku partnerstwa publiczno-prywatnego w różnych państwach, można dostrzec następującą tendencję:

- im mniejsze zaawansowanie rozwoju partnerstwa publiczno-prywatnego w danym kraju, tym większe znaczenie przywiązuje się do możliwości pozyskania dodatkowego kapitału na finansowanie inwestycji sektora publicznego,
- im większe zaawansowanie rozwoju partnerstwa publiczno-prywatnego w danym kraju, tym większą wagę przywiązuje się do możliwości dostępu do najnowszych rozwiązań technologicznych wnoszonych przez partnerów prywatnych oraz wykorzystania ich wiedzy, umiejętności i doświadczenia¹⁷.

Realizacja zadań publicznych na zasadach partnerstwa publiczno-prywatnego wpływa na stan finansów publicznych w większym lub mniejszym stopniu, stosownie do podziału zadań i ryzyka dokonanego przez strony współpracujące przy wykonaniu danego przedsięwzięcia. Dlatego kraje, w których finansowe zaangażowanie sektora publicznego w rozwój infrastruktury publicznej oraz świadczonych z jej wykorzystaniem usług mogłoby prowadzić do niepożądanego pogłębienia deficytu i długu finansów publicznych, powinny priorytetowo traktować te przedsięwzięcia, których realizacja jest związana z relatywnie najmniejszym zaangażowaniem środków publicznych. Państwa charakteryzujące się dobrą sytuacją sektora finansów publicznych mają większą swobodę w kształtowaniu struktury kapitału projektów realizowanych przy udziale sektora prywatnego – z ich punktu widzenia zaletą partnerstwa publiczno-prywatnego jest przede wszystkim uzyskanie dostępu do nowych technologii, wnoszonych przez prywatnych partnerów, oraz możliwość wykorzystania ich wiedzy i doświadczenia. Dostęp do dodatkowych środków na finansowanie zadań publicznych staje się sprawą drugorzędą.

4. Podsumowanie

Przeprowadzone badanie pozwala sformułować następujące wnioski¹⁸:

- 1) strukturę finansowania projektów partnerstwa publiczno-prywatnego charakteryzuje różnorodność;
- 2) nie istnieje modelowa struktura kapitału, która jako optymalna mogłaby mieć zastosowanie we wszystkich projektach partnerstwa publiczno-prywatnego;

¹⁷ Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on Public-Private Partnerships and Community Law on Public Procurement and Cessions, COM(2005) 569 final, Brussels, 15 listopada 2005 r., s. 3; A. Renda, L. Schrefler, Public-Private Partnerships. Models and Trends.

¹⁸ Poddanie badaniu większej liczbie próby nadałoby wnioskom bardziej kategoryczne brzmienie.

- 3) w projektach partnerstwa publiczno-prywatnego ma zastosowanie technika finansowania strukturalnego, w tym *project finance*, charakteryzująca się dużym zróżnicowaniem stosowanych rozwiązań;
- 4) wpływ partnerstwa publiczno-prywatnego na stan finansów sektora publicznego jest tym większy, im większa część środków potrzebnych do sfinansowania inwestycji pochodzi od podmiotów publicznych, i odwrotnie;
- 5) można oczekiwać, że w państwach, w których stan sektora finansów publicznych nie jest dobry, struktura finansowania projektów partnerstwa publiczno-prywatnego będzie kształtowana w sposób wymagający możliwie najmniejszego zaangażowania środków publicznych;
- 6) z kolei w krajach, które nie odczuwają niedoboru środków publicznych, znaczna część ryzyka związanego z finansowaniem projektów partnerstwa publiczno-prywatnego może pozostawać po stronie sektora publicznego;
- 7) można przypuszczać, że w miarę rozwoju partnerstwa publiczno-prywatnego liczba projektów ze znaczącym finansowaniem sektora publicznego będzie wzrastała.

Do finansowania rynku partnerstwa publiczno-prywatnego stosowane są złożone techniki, które wymagają zaangażowania rozmaitych instrumentów finansowych, od tradycyjnych po najbardziej nowoczesne. Wdrażanie partnerstwa publiczno-prywatnego na coraz większą skalę może okazać się czynnikiem, który istotnie zdynamizuje rynek finansowy i ukształtuje kierunek jego dalszego rozwoju. Konieczność wykonywania zadań publicznych pozostaje bowiem aktualna i pilna, niezależnie od stanu koniunktury. W szczególności, wobec kryzysu finansowego zataczającego coraz szersze kręgi, partnerstwo publiczno-prywatne może stać się elementem pomocnym w stabilizowaniu systemu finansowego. Czas pokaże, czy partnerstwo będzie kolejną „lokomotywą”, która pociągnie gospodarkę i zapewni odpowiednie tempo jej rozwoju.

5. Bibliografia

1. BOT w projektach partnerstwa publiczno-prywatnego, Difin, Warszawa 2006.
2. Brzozowska K., Finansowanie inwestycji infrastrukturalnych przez kapitał prywatny na zasadach *project finance*, CeDeWu, Warszawa 2005.
3. Budina N., Polackova Bixi H., Irvin T., Public-Private Partnerships In the New EU Member States. Managing Fiscal Risks, World Bank Working Paper, The World Bank, Washington, D.C. 2007.
4. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee

- of the Regions on Public-Private Partnerships and Community Law on Public Procurement and Cessions, COM(2005) 569 final, Brussels 15 listopada 2005 r.
5. *Journal of Project Finance*, np. rocznik 1999.
 6. *Managing Fiscal Risks*, World Bank Working Paper, The World Bank, Washington, D.C. 2007.
 7. New Decision of Eurostat on deficit and debt. Treatment of public-private partnerships, Eurostat Press Office, 18/2004 – 11 February 2004, Luxembourg.
 8. *Resource Book on PPP case studies*, European Commission, Directorate-General Regional Policy, June 2004.
 9. Yescombe E. R., *Project finance. Wybrane elementy finansowania strukturalnego*, Wolter Kluwers Polska Sp. z o.o., Kraków 2007.

Analiza przedinwestycyjna jako element integralny transakcji funduszy *private equity*

1. Wprowadzenie

Każdy podejmuje codziennie wiele decyzji związanych z nabywaniem towarów bądź usług. Przed ostatecznym sfinalizowaniem transakcji kupna nabywca powinien przeprowadzić badanie jakości produktu, aby upewnić się, czy oferowany towar odpowiada jego oczekiwaniom. Dotyczy to zarówno osób prywatnych, dokonujących zakupów na potrzeby gospodarstwa domowego, jak i transakcji przeprowadzanych na większą skalę, jakich dokonują przedsiębiorstwa, w tym także fundusze *private equity*.

Od dawna znane są bowiem zasady *caveat emptor* czy *let the buyer beware*¹, które można odczytać jako ostrzeżenie dla nabywcy, ponieważ to on będzie ponosił konsekwencje dokonania zakupu. Sprzedający natomiast nie ponosi odpowiedzialności za wady towaru, chyba że istotne informacje dotyczące zakupu zostały przez niego ukryte. Przed transakcją powinien on udzielić wszelkich niezbędnych informacji, jeśli kupujący przedstawi takie wymaganie. Uchronić się może w ten sposób przed ewentualnymi roszczeniami ze strony nabywcy.

Związek pomiędzy sprzedawcą i nabywcą stanowi swoistą mieszkankę wspólnych i przeciwstawnych interesów, ponieważ sprzedawca nie ma obowiązku troszczyć się o nabywcę, w którego interesie jest uzyskanie jak największej ilości informacji, zanim zostaną podpisane wiążące umowy. Sprzedający natomiast ma przewagę, ponieważ ma więcej informacji o swojej firmie. Nie chce się jednak nimi w pełni podzielić, bo nie ma pewności, czy dojdzie do zamknięcia transakcji, a udostępnione przez niego dane nie zostaną wykorzystane do innych celów². Często zdarzają się sytuacje, że spółka, której udziały są nabywane, działa w tej samej branży bądź na tym samym rynku, co inne spółki portfelowe inwestora, a co za tym idzie, stanowi bezpośrednią konkurencję.

W procesie inwestycyjnym funduszy *private equity* jest moment przed nabywaniem udziałów w nowej spółce, w którym to menedżerowie funduszu powinni zwrócić szczególną uwagę na procedurę związaną z przeprowadzeniem bardzo

¹ Łac./ang. „niech kupiec się strzeże”.

² Por. D. Rankine, P. Howson, *Przejęcia. Strategie i procedury, PWE*, Warszawa 2008, s. 80.

dokładnej analizy informacji, pochodzących z przedsiębiorstwa, będącego celem inwestycyjnym. Analiza ta nazywana jest *due diligence*³ i polega na gromadzeniu i weryfikowaniu wszechstronnych danych dotyczących spółki, będącej obiektem planowanej inwestycji, jej otoczenia oraz branży, w której działa. Analiza przeważnie prowadzona jest przez niezależnych specjalistów. Odbywa się zarówno u klienta zamawiającego badanie, jak i w siedzibie podmiotu prowadzącego je. Często prace związane z analizą odbywają się w pomieszczeniach, zwanych *data room*, w których są gromadzone wszelkie niezbędne do badania dokumenty, do których dostęp mają jedynie uprawnione osoby. Zakazane jest wynoszenie czy kopiowanie tzw. danych wrażliwych. Ostatnio spotyka się także *data room* w formie wirtualnej, gdzie dane są udostępniane elektronicznie zainteresowanym i uprawnionym osobom. Dostęp do materiałów zabezpieczony jest wtedy hasłami, a korzystający z nich nie mają możliwości kopiowania plików. W dobie globalizacji wirtualny *data room* stanowi duże ułatwienie, zwłaszcza wtedy, gdy badania przeprowadza wielu specjalistów znajdujących się w różnych miejscach na świecie.

2. Etapy procesu inwestycyjnego funduszy *private equity*

Najczęściej stosowany podział procesu inwestycyjnego zakłada, że składa się on z pięciu kluczowych etapów:

- 1) pozyskiwanie środków przez fundusze;
- 2) selekcja przedsiębiorstw portfelowych;
- 3) strukturyzacja transakcji;
- 4) kreowanie wzrostu wartości spółki oraz
- 5) dezinwestycja⁴.

Na każdym z wymienionych etapów dokonuje się wielu czynności. Na etapie pozyskiwania środków tworzony jest fundusz, wybierana jego forma prawna, określana strategia inwestycyjna oraz pozyskiwani są kluczowi menedżerowie. Następnie są ustalane zasady wynagrodzenia funduszu, współpracy i nadzoru właścicielskiego, czas trwania funduszu oraz ograniczenia w inwestowaniu środków (tzw. *covenants*). Kolejnym krokiem są spotkania z potencjalnymi kapitałodawcami oraz pozyskiwanie od nich środków.

Na etapie selekcji przedsiębiorstw portfelowych dokonuje się wstępnej analizy atrakcyjności inwestycji, m.in. na podstawie biznesplanu. Jedynie około 3% przedsiębiorstw, po rygorystycznej ocenie przeprowadzonej przez fundusz, prze-

³ Ang. *due* – stosowny, odpowiedni, *diligence* – pracowitość, pilność.

⁴ Por. M. Wrześniński, *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008, s. 33–34.

chodzi do następnego etapu, jakim jest analiza przedinwestycyjna. Po nawiązaniu pierwszego, bezpośredniego kontaktu z właścicielami spółki, podpisywane jest zobowiązanie do zachowania poufności, bez którego żaden fundusz, nawet cieszący się najlepszą renomą, nie zostanie „wpuszczony” do spółki. Po podpisaniu zobowiązania do zachowania poufności przeprowadza się weryfikację informacji o spółce na podstawie danych źródłowych. Badania *due diligence* dokonuje się na różnych płaszczyznach: finansowej, prawnej, podatkowej, biznesowej, operacyjnej, środowiskowej czy rynkowej.

Należy wspomnieć, że nawet najbardziej szczegółowe badanie może nie zawierać wszystkich informacji dotyczących np. bazy klientów spółki, marży czy warunków dostaw towarów. Jak twierdzi wielu specjalistów zajmujących się problematyką *due diligence*, niektóre informacje nie są ujawniane, bowiem jeśli nie doszłoby do zamknięcia transakcji, informacje te nie powinny wydostać się poza spółkę.

Po pomyślnie przeprowadzonym badaniu *due diligence* następuje strukturyzacja transakcji. W fazie wstępnych negocjacji przedstawiane są podstawowe warunki inwestycji, by następnie określić ostateczne warunki umowy, obejmujące ustalenie ceny i ilości obejmowanych udziałów oraz wszelkich zasad współpracy i wynagradzania menedżerów firmy. Po podpisaniu umowy inwestycyjnej następuje transfer własności udziałów oraz płatność z tytułu ich nabycia.

Kolejnym krokiem w procesie inwestycyjnym funduszy *private equity* są działania związane z kreowaniem wzrostu wartości spółki, odbywające się głównie poprzez monitorowanie jej działalności, sprawowanie nadzoru właścicielskiego oraz egzekwowanie praw mniejszościowych funduszu. Do momentu wyjścia z inwestycji, który jest elementem wieńczącym cały proces inwestycyjny, przedstawiciele funduszu wspierają merytorycznie spółkę portfelową, służąc swoją wiedzą i doświadczeniem.

3. Przesłanki do przeprowadzenia analizy *due diligence*

Koncepcja *due diligence* powstała o wiele wcześniej, niż wynikałoby to z potrzeb samych funduszy *private equity*. Kongres Stanów Zjednoczonych przyjął w 1933 roku ustawę The Securities Act of 1933⁵, gdzie w rozdziale 11 zostały zawarte zapisy przewidujące linię obrony dla osób przygotowujących prospekt emisyjny spółki wprowadzanej na rynek publiczny. Jeśli gwarant emisji papierów wartościowych był w stanie udowodnić, że nie zataił informacji dotyczących emisji, a nie zostały one wykryte wcześniej w wyniku przeprowadzenia dogłębnej analizy,

⁵ The Securities Act of 1933, section 11, www.sec.gov z 9 lipca 2009 r.

to mógł uniknąć odpowiedzialności karnej. Musiał także udowodnić, że wnioski z analizy zostały oparte na wiarygodnych i szczegółowych materiałach.

Podejmując decyzję o nabyciu udziałów w spółce, przedstawiciele funduszu powinni z należytą starannością zweryfikować wszelkie aspekty związane z daną transakcją. Ponieważ przedstawiciele funduszu poświęcają wiele czasu na znalezienie odpowiedniej spółki, której profil odpowiadałby w pełni ich strategii działania, zanim nastąpi zamknięcie transakcji, powinni być całkowicie pewni swojej decyzji. Dopóki istnieje możliwość zmiany zdania, należy sprawdzić bardzo dokładnie, czy kondycja firmy jest faktycznie taka, jak to przedstawił jej dotychczasowy właściciel. Celem analizy jednak nie jest tylko szukanie „czarnych dziur” czy „trupów w szafie”, ale dążenie do tego, aby transakcja dla obu stron zakończyła się sukcesem⁶.

Właściwe wykorzystanie wyników badania przedinwestycyjnego wpływa w znacznym stopniu na podwyższenie stopnia racjonalizacji inwestycji. Filozofia funduszy *private equity* polega m.in. na akceptacji wyższego ryzyka, zatem w interesie funduszu jest dążenie do możliwie jak najskuteczniejszej redukcji asymetrii informacji. Analiza *due diligence* może wpłynąć także na weryfikację celów inwestycyjnych, bowiem w świetle pozyskanych informacji może się okazać, że zakładana strategia nie jest możliwa do zastosowania. Istotna jest także identyfikacja ryzyka towarzyszącego transakcji, które przed rozpoczęciem transakcji jest niezauważalne, a może być związane z samym projektem lub otoczeniem danej organizacji. Zależnie od wyników analizy *due diligence*, fundusz podejmuje decyzję o wejściu w inwestycję lub o rezygnacji z transakcji czy renegotjacji ustalonej wcześniej wstępnej ceny zakupu⁷. Jeśli wyniki analizy okazują się zadowalające, przedstawiciele funduszu decydują wtedy o przejściu do kolejnej fazy inwestycji, czyli negocjacji dotyczących ostatecznej ceny oraz pozostałych warunków umowy inwestycyjnej.

Badanie *due diligence* jest punktem wyjścia do ustalenia struktury i warunków inwestycji, powinno także przewidywać możliwe do wystąpienia problemy i ewentualne sposoby ich zniwelowania. Należy jednak pamiętać, że nawet najbardziej skrupulatna i profesjonalna analiza nie gwarantuje sukcesu przedsięwzięcia, ale może urealnić prognozy i oczekiwania inwestorów w stosunku do przyszłości.

⁶ Por. D. Rankine, P. Howson, *Przejęcia...*, *op. cit.*, s. 79.

⁷ Por. J. Brzeg, *Finansowanie spółek z wykorzystaniem venture capital*, w: M. Panfil, red., *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków*, Difin, Warszawa 2008, s. 118–119.

4. Rodzaje *due diligence*

Podziału analizy przedinwestycyjnej można dokonać biorąc pod uwagę wiele aspektów. Jednym z nich jest podział na analizę wewnętrzną – związaną z samym projektem oraz zewnętrzną – związaną z otoczeniem organizacji.

Wyróżnia się również analizę na zlecenie sprzedającego – VDD (ang. *vendor due diligence*) oraz na zlecenie kupującego – BDD (ang. *buyer due diligence*). Koszty analizy ponoszone są wtedy przez sprzedającego bądź kupującego, a wybór VDD czy BDD zależy przede wszystkim od siły przetargowej partnerów uczestniczących w transakcji. Jeśli cel inwestycji jest bardzo atrakcyjny, to zapewne przeprowadzona zostanie analiza BDD, natomiast jeśli samej spółce będzie zależało na pozyskaniu finansowania oraz wzmocnieniu wiarygodności u potencjalnych inwestorów, to zastosowana będzie analiza VDD. Analiza na zlecenie sprzedającego może być przeprowadzana przez niezależną spółkę doradczą również wtedy, gdy spółką interesuje się kilku inwestorów.

Należy podkreślić, że nie można utożsamiać analizy *due diligence* z audytem. Są to formy kontroli poprawności raportów i sprawozdań, aczkolwiek istnieje wiele różnic między nimi. Cel audytu wynika przede wszystkim z ustawowego obowiązku, natomiast analiza przedinwestycyjna jest podstawą do negocjacji warunków transakcji na zasadach komercyjnych. Zakres audytu jest uregulowany przepisami prawa i przeprowadzany przez podmiot uprawniony do badania sprawozdań finansowych, zgodnie z obowiązującymi standardami, podczas gdy analiza *due diligence* nie podlega sztywnej standaryzacji i jest uzależniona od celu stawianego przez podmiot sprzedający bądź nabywający udziały. Audyt opiera się na danych historycznych i nie wymaga tak dużego wysiłku analitycznego, natomiast *due diligence* odnosi się do przyszłości, ponieważ odzwierciedla faktyczny stan firmy oraz identyfikuje te obszary ryzyka, które w przyszłości mogą prowadzić do strat lub osłabienia pozycji rynkowej badanej spółki⁸. Główne obszary, na których może wystąpić ryzyko, dotyczą rozwoju firmy, procesów produkcji, finansów, marketingu oraz czynnika ludzkiego. Zdarza się, że po przeprowadzeniu *due diligence* kupujący rezygnuje z transakcji, ponieważ zostało zidentyfikowanych zbyt wiele ryzyk, które nie uzasadniają wysokiej wyceny spółki⁹.

⁸ Por. K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2004, s. 60.

⁹ Por. np. M. Fura, Axel Springer zrezygnował z „Rzeczpospolitej”, „Gazeta Prawna” z 19 marca 2009 r.

5. Kryteria inwestycyjne funduszy *private equity*

Przed przystąpieniem do analizy *due diligence*, a nawet jeszcze przed rozpatrzeniem planu biznesowego, fundusz bada zgodność potencjalnej transakcji ze swoim profilem inwestycyjnym. Ocenie podlega branża, stadium życia firmy oraz kompletność działalności nowej spółki z posiadanymi spółkami portfelowymi. Szacowana jest także wartość inwestycji i jej lokalizacja. Menedżerowie funduszu są w stanie osiągnąć wyższe stopy zwrotu z kapitału zaangażowanego w spółki, których profil działalności lub faza cyklu życia odpowiada specjalizacji danego funduszu. Przykładowo, jeśli fundusz specjalizuje się w inwestycjach w późniejszej fazie rozwoju przedsiębiorstw, można założyć, że nie będzie zainteresowany inwestowaniem kapitału w projekty typu *start-up*. Specjalizacja funduszu w inwestowanie w daną branżę czy fazę rozwoju przedsiębiorstwa gwarantuje spółce uzyskanie nie tylko kapitału, ale także wsparcia biznesowego oraz *know-how* od profesjonalistów, którzy dokonywali tego typu inwestycji już wcześniej i odnosili na tym polu sukcesy.

Nie należy pomijać jeszcze jednego, ważnego aspektu, jaki uwzględnia się, nim dojdzie do analizy *due diligence* – pomiędzy inwestorem a dotychczasowym właścicielem spółki musi zaistnieć specyficzna więź, tzw. chemia. Nawet najlepiej zapowiadające się przedsięwzięcie, rokujące uzyskanie ponadprzeciętnych stóp zwrotu w przyszłości, które ma być realizowane według bardzo dobrego planu biznesowego, nie zostanie zrealizowane, jeśli się okaże, że cele właściciela są rozbieżne z celami funduszu.

6. Płaszczyzny analizy przedinwestycyjnej

Każdy z podziałów na poszczególne płaszczyzny *due diligence*, jaki można spotkać w literaturze przedmiotu, jest w zasadzie kwestią umowną. Firmy specjalizujące się w przeprowadzaniu analizy mają własne, wypracowane standardy, procedury, schematy oraz zakres wymaganych źródeł informacji.

Wszystkie badania *due diligence*, niezależnie od firmy jaka je wykonuje, uwzględniają sprawy finansowe, w tym także księgowo i podatkowe. Badania te prowadzone są na podstawie sprawozdań finansowych z lat ubiegłych i polegają na zidentyfikowaniu głównych źródeł przychodów i kosztów oraz na skorygowaniu wartości aktywów netto. Jednym z etapów badania finansowego jest przeprowadzenie analizy wskaźnikowej, gdzie interpretuje się m.in. wskaźniki: płynności finansowej, rentowności, struktury kapitału, sprawności działania. Należy przy tym pamiętać, że podawane przedziały wartości wskaźników są jedynie punktem odniesienia i powinny być porównane z wartościami osiąganymi przez inne

spółki z danej branży. Ważnym aspektem analizy finansowej jest zbadanie kwestii podatkowych, bowiem każda z transakcji może być neutralna podatkowo, może wpłynąć na obniżenie obciążeń podatkowych lub wygenerować wysokie zobowiązania podatkowe w przyszłości. Jeśli dojdzie do sytuacji, w której generowane będą wysokie zobowiązania podatkowe, może to mieć wpływ na obniżenie oczekiwanych przez inwestora korzyści ekonomicznych.

Finansowe *due diligence* jest bardzo podobne do audytu, jednak jego zakres, jak już wspomniano, nie jest formalnie zdefiniowany. Informacje zebrane na tym etapie badania służą m.in. do przeprowadzenia rzetelnej wyceny spółki.

Istnieją sytuacje, w których przeprowadzenie finansowego *due diligence* jest utrudnione. Chodzi tu o przedsiębiorstwa znajdujące się na wczesnych etapach rozwoju, ponieważ badanie finansowe opiera się głównie na danych historycznych, które dla tychże przedsiębiorstw są, z racji krótkiego funkcjonowania na rynku, nie do sprawdzenia. Wtedy to analiza powinna skupić się na innych kwestiach.

Kolejną płaszczyzną, która podlega badaniu, dotyczy aspektów prawnych. Pojawiają się one już na początku współpracy funduszu ze spółką, na etapie podpisywania umowy o zachowaniu poufności. W umowie zwykle zostają zawarte zapisy mówiące o zachowaniu w tajemnicy pozyskanych danych przez okres od 1 do 5 lat. Chronione są wszelkie dane dotyczące przedsiębiorstwa, poza tymi, które już wcześniej były ogólnodostępne. Zachowanie poufności, nawet jeśli nie zostaje ujęte w stosownej umowie, leży w interesie funduszu, ponieważ może świadczyć o jego wiarygodności w oczach kolejnych partnerów biznesowych. Prawne *due diligence* obejmuje głównie zbadanie: struktury właścicielskiej, przebiegu większych transakcji z ostatnich lat, podpisanych umów handlowych, pozwoleń, koncesji oraz spraw pracowniczych.

W spółkach, będących na wczesnych etapach rozwoju, badanie obejmuje także prawa do własności intelektualnej, które stanowią większość atutów młodego przedsiębiorstwa.

Jeśli spółka jest uwikłana w sprawy sądowe, trzeba założyć, że mogą one skutkować obciążającymi firmę finansowo wyrokami. Nawet jeśli ewentualne wyroki nie będą stanowiły obciążeń finansowych, to i tak właściciele będą poświęcali swój czas procedurom sądowym, zamiast zajmować się należycie bieżącymi sprawami spółki. Podczas analizy prawnej sprawdzane są także zabezpieczenia prawne, jak: patenty, prawa autorskie czy tajemnice handlowe.

Badanie finansowe, podatkowe oraz prawne stanowi trzon analizy *due diligence* i wiele źródeł podaje, że większość transakcji skupia się tylko na tych aspektach. Fundusze *private equity* zazwyczaj przeprowadzają jeszcze analizę biznesową, zwaną *commercial due diligence*. Obejmuje ona badanie rynku, konkurencji, koncepcji biznesowej, pozycji na rynku, jakości produktów oraz kanałów

dystribucji. Kluczowe jest tutaj pozyskanie jak najwięcej informacji o produkcie czy usłudze, gdyż to właśnie ów produkt jest przedmiotem inwestycji. Ważne jest, aby istniało zapotrzebowanie na produkt i odpowiednio rozwinięty rynek. W przypadku projektów we wczesnych fazach rozwoju fundusze powinny ocenić, czy rynek nie jest zbyt rozwinięty, nasycony albo, czy nie występuje na nim kilku znaczących graczy, bowiem wtedy nowy produkt ma niewielkie szanse na osiągnięcie sukcesu rynkowego. W przypadku biznesowego *due diligence* można także zebrać opinie klientów na temat oferowanych przez przedsiębiorstwo produktów. Jest to łatwiejsze wtedy, gdy nabywcami nie są osoby prywatne, lecz duże firmy.

Ocena strategii działania przedsiębiorstwa może być podporą podczas negocjacji w sprawie ceny zakupu udziałów, struktury transakcji czy sposobu finansowania inwestycji.

Kolejną płaszczyzną jest badanie kwestii operacyjno-zarządczych, które polega na przeanalizowaniu stanu majątku spółki, procesów produkcyjnych, kultury organizacyjnej oraz kadry menedżerskiej. Jeśli majątek firmy nie jest efektywnie wykorzystywany, to na podstawie badania można zidentyfikować niedociągnięcia w tym zakresie i wpłynąć na poprawę rentowności spółki.

Ważnym czynnikiem, szczególnie przy transakcjach międzynarodowych, jest dokładne zbadanie kultury organizacji. W sferze zarządczej natomiast należy zwrócić szczególną uwagę na zespół menedżerski, bowiem to właśnie ludzie są dla funduszy *private equity* najistotniejszym czynnikiem wpływającym na powodzenie danego projektu. Nie da się osiągnąć sukcesu, nawet jeśli projekcje finansowe są zadowalające, kiedy firmą zarządzają niekompetentni menedżerowie.

Zasoby ludzkie spółki poddawane są także analizie *due diligence*. Oceniana jest struktura zatrudnienia oraz identyfikowani są kluczowi pracownicy, których odejście mogłoby stanowić niebezpieczeństwo dla firmy, stojącej przed nowymi wyzwaniami.

Dane uzyskane podczas badania *due diligence* nie zawierają konkluzji i wniosków, są jedynie punktem wyjścia do dalszej oceny inwestora.

7. Podsumowanie

Dokładnie i z należytą starannością (w świetle definicji) przeprowadzone badanie *due diligence* pozwala na ocenę wielu aspektów działalności spółki. Zdaniem największych firm doradczych istotne dla funduszy *private equity* są wszelkie informacje dotyczące wewnętrznej struktury firmy, jak: stosunki własnościowe, kompetencje jej organów, przepływ informacji, ocena polityki zarządu, w tym zasady i formy zatrudnienia, programy i świadczenia dla pracowników, usługi obce, BHP, ochrona środowiska czy konflikty interesów. Nie do przecenienia są także

identyfikowane ryzyka i zagrożenia w działalności przedsiębiorstwa, związane m.in. ze sprawami sądowymi, egzekucjami, sporami pracowniczymi, niedozwolonymi praktykami, działaniami nieuczciwymi z zakresu konkurencji)¹⁰.

Na podstawie zaprezentowanych informacji można stwierdzić, że badanie *due diligence* jest integralnym elementem procesu inwestycyjnego funduszy *private equity*. Informacje uzyskane w trakcie analizy pomagają zoptymalizować warunki umowy inwestycyjnej i znacznie ułatwiają zarządzanie spółką, której udziały są nabywane.

8. Bibliografia

1. Fura M., Axel Springer zrezygnował z „Rzeczpospolitej”, „Gazeta Prawna” z 19 marca 2009 r.
2. Panfil M., red., Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków, Difin, Warszawa 2008.
3. Rankine D., Howson P., Przejęcia. Strategie i procedury, PWE, Warszawa 2008.
4. Sobańska K., Sieradzan P., Inwestycje *private equity/venture capital*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2004.
5. The Securities Act of 1933, section 11.
6. Wrześniński M., Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.
7. www.evca.eu
8. www.deloitte.com

¹⁰ Por. np. www.deloitte.com, www.evca.eu, 9 lipca 2009 r.

CZĘŚĆ DRUGA

**ARTYKUŁY UCZESTNIKÓW
STUDIÓW DOKTORANCKICH W KOLEGIUM
ZARZĄDZANIA I FINANSÓW**

Czas wolny jako determinanta jakości życia na przykładzie badań empirycznych

1. Wprowadzenie

Rozczarowanie wzrostem gospodarczym, traktowanym uprzednio jako zjawisko jednoznacznie pozytywne, stanowiło genezę filozofii jakości życia. Wzrost gospodarczy powiększa z pewnością zakres możliwych wyborów, przed którymi staje każdy odbiorca dóbr czy usług, ale nie rozwiązuje wszystkich problemów współczesnego świata. Generuje ponadto liczne efekty uboczne, do których możemy zaliczyć m.in.¹: zmniejszenie ilości surowców, niemożność wytworzenia ich substytutów bez zwiększenia ryzyka ekologicznego, związanego z wytworzeniem i konsumpcją sztucznych substancji, szkodliwych dla środowiska przyrodniczego, jak i samego człowieka, ogólne zanieczyszczenie środowiska, naruszenie proporcji stanowiących o ładzie ekonomicznym, społecznym czy ekologicznym, nieracjonalne zagospodarowanie wolnego czasu człowieka oraz straty w stanie jego zdrowia.

Pojawienie się kategorii „jakości życia” jest istotnym wzbogaceniem całości kształtu badań nad społecznymi efektami zmian gospodarczych, które zależą w bardzo dużym stopniu od poczucia zadowolenia lub niezadowolenia z życia. Jakość życia bowiem zawiera te wszystkie elementy życia człowieka, które są związane z jego istnieniem oraz odczuwaniem różnych stanów emocjonalnych, wynikających np. z faktu posiadania rodziny czy przyjaciół². Jakość życia w ujęciu obiektywnym to cecha rzeczywistości społecznej, niezależna od jej postrzegania i wartościowania przez ludzi. Znamienna jest tu definicja, zgodnie z którą jakość życia to: *ogół tych dóbr, usług, sytuacji oraz stanów, które stanowią o treści ludzkiego życia*³. W myśl, dominującego dzisiaj, subiektywistycznego spojrzenia na jakość życia, jest ona wyznaczana przez zadowolenie, jakie czerpią ludzie z własnego życia i z warunków, w jakich żyją. W ten sposób postrzegania rzeczywistości

¹ E. Mishan, Spór o wzrost gospodarczy, PIW, Warszawa 1996, s. 17.

² T. Słaby, Poziom życia, jakość życia, „Wiadomości Statystyczne”, 1990, Nr 6, s. 25; T. Słaby, Poziom i jakość życia, w: Statystyka społeczna. Wybrane zagadnienia, red. T. Panek, A. Szulc, SGH, Warszawa 2004, s. 66.

³ T. Dmoch, J. Rutkowski, Badanie poziomu i jakości życia, „Wiadomości Statystyczne”, 1985, Nr 10, s. 27.

doskonale wpisuje się definicja, w myśl której: *jakość życia to odczucie dobrobytu przez jednostkę, jej zadowolenie lub niezadowolenie z życia*⁴.

Postęp naukowo-technologiczny oraz zmiany stylu życia ludzi powodują, że współczesny człowiek ma coraz większe zasoby wolnego czasu. Pojawia się zatem problem jego właściwego zagospodarowania, co implikuje liczne konsekwencje natury społecznej i ekonomicznej. Możliwość wykorzystywania wolnego czasu w preferowany sposób staje się coraz istotniejszym aspektem wpływającym na poczucie zadowolenia z własnego życia. Dlatego niezwykle istotne wydaje się być podejmowanie badań dotyczących znaczenia czasu wolnego i jego zagospodarowania dla kształtowania się jakości życia ludzi.

Celem niniejszego artykułu jest próba odpowiedzi na następujące pytanie badawcze: czy ocena możliwości ulubionego spędzania wolnego czasu ma znaczenie dla kształtowania się zadowolenia z życia badanych? Materiał do tego opracowania stanowią dane uzyskane w wyniku badań ankietowych 400 losowo wybranych rodzin z Jedliny Zdroju, przeprowadzonych w marcu 2005 roku. Zastosowano zmodyfikowaną ankietę jakości życia studentów⁵, którą poddano badaniom pilotażowym. Współczynnik rzetelności dla całej ankiety wyniósł 0,884. Na podstawie wyników badań skonstruowano syntetyczny wskaźnik zadowolenia z życia, zgodnie z zaleceniami autorów ankiety. W celu zbadania, które z cech określających status społeczno-ekonomiczny oraz ocen poszczególnych aspektów życia najsilniej warunkują zadowolenie z życia, wykorzystano analizę regresji wielokrotnej.

2. Istota czasu wolnego

Problematyką czasu wolnego zajmują się przedstawiciele wielu dyscyplin naukowych, m.in.: socjologowie, ekonomiści, pedagodzy, lekarze, a także przedstawiciele nauk o kulturze fizycznej. Powoduje to duże bogactwo definicji analizowanego obszaru tematycznego, które pogrupować można w trzy główne nurty⁶.

- 1) czas wolny w postaci „czystej” to czas, w którym, człowiek nie wykonuje żadnych obligatoryjnych zajęć i powinności. Jest on naturalnym elementem funkcjonowania jednostki, wydzielonym z 24-godzinnego budżetu czasu;
- 2) czas wolny może być również interpretowany przez pryzmat specyficznych zachowań w nim podejmowanych. Zachowania te mogą przejawiać

⁴ *Ibidem*.

⁵ Z. Rusnak, C. Kozyra, Przykład ankietowego badania jakości życia studentów, „Przegląd Statystyczny Śląska Dolnego i Opolskiego”, 2001, Nr 6, s. 14–16.

⁶ M. Bombol, Czas wolny jako kategoria diagnostyczna procesów rozwoju społeczno-gospodarczego, „Monografie i Opracowania”, Nr 555, SGH, Warszawa 2008, s. 19–21.

się we wszelkich działaniach, które prowadzą do odpoczynku zarówno w aspekcie psychosomatycznym, jak i duchowym. Są one mocno zindywidualizowane i oparte zarówno na osobniczych preferencjach jednostki, jak i na powszechnie obowiązujących normach społecznych;

- 3) trzecie podejście do czasu wolnego akcentuje jego wymiar duchowy. To w czasie wolnym bowiem człowiek może zaspokajać swoje potrzeby wyższego rzędu, dążąc do samourzeczywistnienia, samodoskonalenia oraz samorozwoju.

Biorąc pod uwagę rozmiary oraz sposób zagospodarowania czasu wolnego wyróżniamy⁷:

- mały czas wolny (czas wolny w ciągu doby),
- średni czas wolny (czas wolny w weekendy) oraz
- duży czas wolny (czas wolny podczas urlopów).

Czas zasługujący na miano wolnego pozostaje do dyspozycji jednostki po wykonaniu wszystkich obowiązków o charakterze zawodowym, społecznym i rodzinnym. Treści i formy realizowanych wówczas zajęć są wybierane dobrowolnie i służą wypoczynkowi, rozrywce, bezinteresownemu kształceniu się lub uczestnictwu w życiu społecznym⁸. Sposób zagospodarowania czasu wolnego może, w zależności od orientacji społecznej, czasowej oraz planistycznej, przybierać różne formy. Styl przeżywania i organizowania czasu wolnego zorientowany społecznie opiera się na jego podziale na czas „dla siebie” oraz czas „dla innych”. Wybór sposobu spędzania czasu wolnego może być tu realizowany dobrowolnie lub obligatoryjnie. W pierwszym przypadku jednostka sama świadomie wybiera sposób spędzenia czasu wolnego, w drugim natomiast ulega naciskom społecznym. W stylu kontekstowym bardzo istotną rolę odgrywa stosunek jednostki do przeszłości, terażniejszości lub przyszłości. Określone wybory podejmowanych w czasie wolnym form aktywności będą tu uzależnione od tego, czy jednostka najchętniej odnosi się do swoich wspomnień, czy żyje chwilą obecną, czy też snuje projekcje dotyczące własnej przyszłości. Istotą stylu planistycznego jest sposób planowania czynności. Może on mieć charakter bardzo szczegółowy, dokładny i krótkookresowy (analityczny), albo bardziej ogólny i dotyczący dłuższego horyzontu czasowego (holistyczny)⁹.

⁷ C. Bywalec, L. Rudnicki, *Konsumpcja*, PWE, Warszawa 2002, s. 72.

⁸ J. Dumazedier, Current problems of the sociology of leisure, „International Social Science Journal”, 1960, Nr 2, s. 522–531.

⁹ M. Bargadaa, The role of time in the action of consumer, „Journal of Consumer Research”, 1990, Nr 3, s. 289–302; M. Bombol, Ekonomiczny wymiar czasu wolnego, „Monografie i Opracowania”, Nr 537, SGH, Warszawa 2005, s. 33–34.

Istnieje kilka funkcji czasu wolnego, a mianowicie¹⁰:

- wypoczynkowa – bierny lub czynny wypoczynek przyczynia się do regeneracji sił fizycznych i psychicznych jednostki,
- kulturalna – tworzenie lub przyswajanie sobie wartości kulturalnych,
- integracyjna – zaspokojenie potrzeb przynależności, osiągnięć i uznania,
- wychowawcza – przyswajanie sobie zasad i norm współżycia społecznego,
- kształceniowa – pogłębianie wiedzy oraz zdobywanie nowych doświadczeń,
- kompensacyjna – sprawdzenie się w innych niż praca zawodowa obszarach ludzkiej aktywności.

3. Czas wolny w perspektywie rozwoju cywilizacyjnego

Czas wolny zawsze stanowił istotny element kulturowy codziennego życia człowieka. W czasach prehistorycznych był on jednak bardzo trudny do wyodrębnienia, gdyż obejmował okresy wypoczynku między kolejnymi próbami zdobywania pożywienia. Wraz z rozwojem cywilizacji na etapie początków życia osiadłego czas wolny wyznaczany był rytmem prac gospodarskich. W życiu codziennym ówczesnych ludzi można było zauważyć krótkie okresy czasu wolnego w ciągu dnia oraz dłuższe związane z kultem religijnym, świętowaniem po zbiorze plonów czy misteriami zabawowo-towarzyskimi. W okresie feudalnym wyraźnie dostrzegalny był klasowy charakter czasu wolnego. Możliwość świętowania mieli tylko przedstawiciele klas zamożnych, a zabawa i brak konieczności wykonywania pracy były wyznacznikiem wysokiej pozycji społecznej. Rewolucja przemysłowa zmieniła sposób postrzegania czasu wolnego i czasu pracy. Rozwój gospodarki kapitalistycznej spowodował duży odpływ ludzi ze wsi do miast. Czas wolny był do dyspozycji pracownika po wykonaniu jego obowiązków zawodowych¹¹. Wraz z rozwojem cywilizacji następowało stopniowe ograniczanie wykonywania wielu czasochłonnych czynności (dostępność żywności bez konieczności jej wytwarzania, mechanizacja pracy, usprawnienie wielu prac domowych, łączność), co przyczyniło się do wydłużenia czasu wolnego¹². Obecnie nie jest on już przywilejem ludzi bogatych, ale ma charakter coraz bardziej egalitarny. Spowodowane jest to

¹⁰ M. Bombol, *Czas wolny...*, *op. cit.*, s. 32.

¹¹ I. Kielbasiewicz-Drozdowska, *Zarys rozwoju refleksji teoretycznej nad problematyką rekreacji*, w: *Teoria i metodyka rekreacji*, red. I. Kielbasiewicz-Drozdowska, W. Siwiński, AWF, Poznań 2001, s. 10–11; D. R. Tauber, *Pedagogika czasu wolnego*, WSHiG, Poznań 1998, s. 41–43.

¹² M. Bombol, *Ekonomiczny...*, *op. cit.*, s. 34–39; E. Tarkowska, *Spółczesność różnych rytmów: przypadek Polski na tle tendencji globalnych*, w: *Imponderabilia wielkiej zmiany. Mentalność, wartości i więzi społeczne czasów transformacji*, red. P. Sztompka, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Kraków 1999, s. 342–359.

nowym podziałem pracy oraz rozwiązaniami legislacyjnymi, głównie w obrębie prawa pracy¹³.

Skrócenie czasu pracy, a tym samym wydłużenie czasu wolnego, bezpośrednio wynika z następujących przesłanek¹⁴:

- 1) ograniczenie dziennego wymiaru czasu pracy. Jeszcze w połowie XIX stulecia kwestia ta nie była regulowana przez prawo, a czas pracy w ciągu dnia wynosił najczęściej około 12–16 godzin. Dopiero po I wojnie światowej została wprowadzona tzw. zasada trzech ósemek (8 godzin pracy, 8 godzin wypoczynku, 8 godzin snu);
- 2) ograniczenie liczby dni pracy w ciągu tygodnia. Pięciodniowy tydzień pracy został powszechnie wprowadzony dopiero po II wojnie światowej, a w Polsce w latach 80. ubiegłego stulecia;
- 3) wprowadzenie i stopniowe wydłużanie płatnych urlopów wypoczynkowych. W sposób masowy i powszechny instytucja płatnych urlopów, rozumianych jako trwająca przynajmniej kilka dni przerwa w pracy, za którą pracownik otrzymuje wynagrodzenie, upowszechniła się pod koniec lat 30. XX wieku;
- 4) skracanie liczby lat pracy. Tendencja ta spowodowana jest zarówno nowoczesnym ustawodawstwem emerytalnym, jak i rozszerzeniem dostępności do usług oświatowych oraz wydłużeniem obowiązkowego okresu pobierania nauki.

Wyniki badań wskazują, że przeciętne zasoby czasu wolnego są w ciągu roku o około 1200 godzin większe, niż pod koniec XIX wieku. Obecnie pracownik za sprawą radykalnego wydłużenia średniego czasu trwania życia, pracuje jednak o około 6800 godzin dłużej¹⁵. Wydłużenie czasu wolnego jest jednym z największym zdobyczy ludzkiej cywilizacji i niesie za sobą szereg różnych konsekwencji, dotyczących wielu aspektów ludzkiego bytu, w tym również o charakterze ekonomicznym.

4. Ekonomiczne aspekty czasu wolnego

U podstaw rozważań teorii ekonomii nad problematyką czasu wolnego występuje podział na czas pracy i czas wolny. Przyjmując subiektywistyczne założenia dotyczące wyborów jednostki, można stwierdzić, że sposób postępowania oraz wybór

¹³ T. Kozłowski, Popnatura i masowa nuda, w: Na pokaz. O konsumeryzmie w kapitalizmie bez kapitału, red. T. Szlendak, K. Pietrowicz, UMK, Toruń 2004, s. 188.

¹⁴ W. Alejsiak, Turystyka w obliczu wyzwań XXI wieku, Albis, Kraków 1999, s. 74–79.

¹⁵ J. Krepes, J. Spendler, Future options for more free time, w: The future of work, red. F. Best, New Jersey 1973, s. 87.

między tymi kategoriami jest sprawą subiektywną, a u jego podstaw leży racjonalność oraz maksymalizacja użyteczności stanów z tego wyboru wynikających¹⁶.

Każdy człowiek dysponuje 24-godzinny zasobem czasu i może go przeznaczyć na pracę lub inne czynności. Teoretycznie może cały swój czas wykorzystać na pracę lub na odpoczynek, w praktyce jednak czas pracy podlega regulacjom prawnym i w pewnej mierze jest narzucony przez pracodawcę. Podział czasu, jakim dysponuje jednostka, dokonuje się zatem poniekąd samorzutnie. W przypadku gdy człowiek rezygnuje z wypoczynku, wygospodarowany w ten sposób czas może być poświęcony na pracę, za którą otrzymuje on dodatkowe wynagrodzenie. Każda dodatkowa godzina pracy człowieka zwiększa dochód o godzinową stawkę płacy, otrzymywaną przez pracownika. Następuje w tym przypadku swoiste zastępowanie kolejnych godzin odpoczynku kolejnymi godzinami pracy. Przy założeniu, że dochód i wypoczynek są dobrami w znaczeniu ekonomicznym, czyli że wzrost ilości jednego z nich bez zmniejszania się ilości drugiego zwiększa poziom satysfakcji, możliwa jest do wykreślenia tradycyjna krzywa obojętności¹⁷.

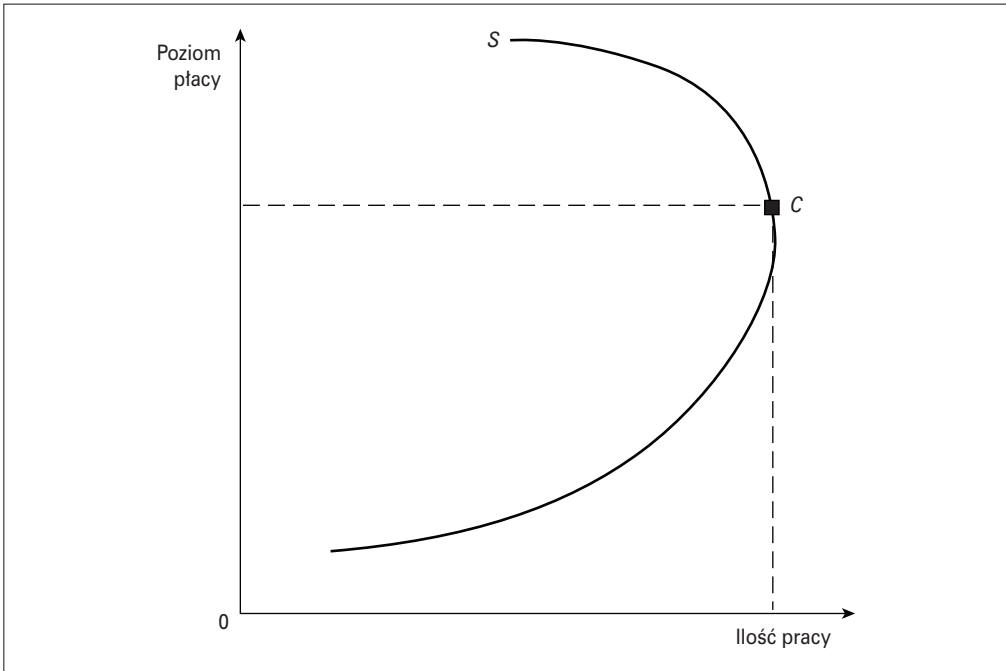
Liczba godzin pracy, na którą zdecyduje się jednostka, jest uzależniona od stawek płac. Istnienie różnych zastosowań czasu stwarza możliwości i problemy związane z dokonaniem wyboru oraz powoduje powstanie kosztu alternatywnego. W przypadku, gdy poziom płacy wzrośnie, wykorzystywanie swojego czasu na wypoczynek będzie powodować coraz większą stratę zarobku i prawdopodobnie rezygnację z części czasu wolnego. Dodatkowe dochody, uzyskane dzięki rosnącej płacy, spowodują wzrost wartości czasu wolnego. Zależności te określane są w ekonomii jako substytucyjny i dochodowy efekt zmiany płac. Substytucyjny efekt wzrostu płacy sprawia, że za każdą godzinę pracy można kupić więcej dóbr i usług. Wyższa płaca zachęca zatem do zwiększenia ilości oferowanej pracy, kosztem rezygnacji z alternatywnych jego zastosowań. Czas wolny jest zastępowany czasem pracy. W sytuacji, gdyby stawki płac zmniejszyły się, czas pracy byłby zastępowany czasem wolnym. Dochodowy efekt wzrostu płacy to zmniejszenie czasu pracy pod wpływem wzrostu poziomu płacy. Przy założeniu, że czas wolny jest dobrem normalnym, wyższy dochód powoduje wzrost zapotrzebowania na czas wolny. Mając wyższą płacę, pracownik stanie się bogatszy i będzie mógł się lepiej odżywiać, ubierać oraz posiadać więcej innych dóbr. Będzie chciał również dłużej odpoczywać. Może więc teraz pozwolić sobie na wolną sobotę, urlop w zimie lub przejście na wcześniejszą emeryturę. O tym, czy przeważą efekt substytucyjny, czy dochodowy lub, czy wzajemnie się one zneutralizują tak, że krzywa podaży

¹⁶ M. Bombol, *Ekonomiczny...*, *op. cit.*, s. 55–56.

¹⁷ *Ibidem*.

pracy nie będzie ani rosnąca, ani malejąca, lecz pozostanie zupełnie pionowa (nieelastyczna), zależy od danej osoby i sytuacji, w jakiej się ona znajduje¹⁸.

Rysunek 1. Krzywa podaży pracy



Źródło: P. A. Samuelson, W. D. Nordhaus, *Ekonomia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1996, s. 91.

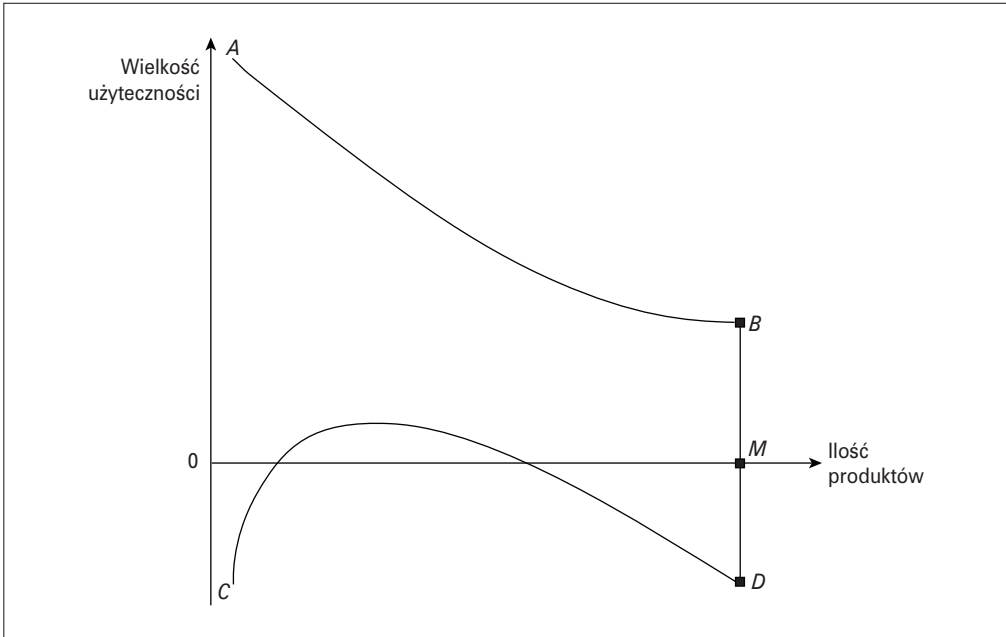
Po przekroczeniu punktu *C* krzywa podaży pracy (*S*) zmienia kierunek. Do punktu *C* wzrost płacy wywołuje zwiększenie ilości podaży pracy (efekt substytucyjny). Od punktu *C* wzrost płacy powoduje zmniejszenie ilości podaży pracy z powodu wzrostu zapotrzebowania na czas wolny (efekt dochodowy).

Maksymalizację użyteczności czasu pracy i czasu wolnego można rozpatrywać z punktu widzenia podejścia hedonistycznego oraz prakseologicznego. W myśl nurtu hedonistycznego maksymalizacja użyteczności jest interpretowana w kategoriach psychologicznych, jako przyjemność czy zadowolenie. Zwolennicy podejścia prakseologicznego twierdzą natomiast, że maksymalizacja użyteczności jest najlepszą realizacją celu działalności gospodarczej. Działalności gospodarczej przyświeca zatem cel ilościowy. Zorientowana hedonistycznie jest teoria W. Jevonsa, która wskazuje na rekompensatę przykrości, jaką człowiek odczuwa podejmując pracę,

¹⁸ L. Balicki, W. Tyc, *Mikroekonomia*, Oficyna Wydawnicza A-F-T, Jelenia Góra 2001, s. 250–251; P. A. Samuelson, W. D. Nordhaus, *Ekonomia...*, *op. cit.*, s. 91.

przyszłym zadowoleniem z płacy. Przykrość związana z koniecznością podjęcia pracy rośnie proporcjonalnie do czasu pracy. Natomiast użyteczność wyrażona poprzez płacę spada¹⁹.

Rysunek 2. Zależność między użytecznością pracy a czasem pracy według W. Jevonsa



Źródło: M. White, Sympathy for the Devil, H.D. Macleod and W.S. Jevon's theory of political economy, „Journal of the History of Economic Thought”, 2004, Nr 26, s. 213.

Krzywa AB to użyteczność pracy, która wraz ze wzrostem czasu pracy ma tendencję malejącą. W miarę wzrostu czasu pracy maleje użyteczność uzyskiwanych jednostek płacy nawet wówczas, gdy rosną zarobki. Krzywa CD to przykrość wynikająca z pracy. Na początku dnia jest ona ujemna, w miarę jego upływu przykrość ta ustępuje, zmieniając się okresowo w przyjemność, by na końcu dnia pracy znowu zamienić się w przykrość. W obrębie krzywej CD występuje przejęcie obrazujące istnienie nadwyżki użyteczności nad przykrością (dodatnia użyteczność), co stanowi zachętę do pracy. Pomiedzy krańcową przykrością pracy (odcinek DM), a krańcową jej użytecznością (odcinek BM) ustala się równowaga, której odpowiada proporcja podziału czasu na czas pracy i czas wolny. Każda jednostka pracująca zarobkowo dokonuje wyboru między czasem pracy a czasem wolnym, ustalając takie proporcje między nimi, aby krańcowa użyteczność

¹⁹ M. Bombol, *Ekonomiczny...*, *op. cit.*, s. 55–59.

ostatniej roboczogodziny zrównała się z krańcową oceną wartości godziny czasu wolnego²⁰.

5. Rola czasu wolnego w kształtowaniu subiektywnej jakości życia

Przyczyny zadowolenia lub niezadowolenia człowieka z własnego życia mogą być bardzo różne. Umownie można je jednak zakwalifikować do dwóch głównych nurtów. Pierwszy mówi, że za satysfakcję z życia odpowiadają warunki w jakich człowiek żyje, drugi natomiast uzależnia szczęście jednostki od jej cech indywidualnych, stylu życia, sposobu patrzenia na świat, dyspozycji osobowościowych czy temperamentu. W literaturze występują także poglądy, wedle których obie te grupy czynników wspólnie warunkują poziom subiektywnej jakości życia ludzi²¹.

Z przeprowadzonych wśród ankietowanych rodzin badań wynika, że największe znaczenie dla satysfakcji z ich życia ma ocena możliwości korzystania z wolnego czasu w preferowany przez nich sposób. Ludzie, którzy mogą realizować swoje ulubione czynności w czasie wolnym, są szczęśliwsi od tych, którzy takowej możliwości nie mają. Obok czasu wolnego istotnie na poziom subiektywnej jakości życia respondentów wpływają również: antycypacja swojej przyszłości, ocena swoich warunków mieszkaniowych, pozycji społecznej oraz stanu zdrowia. Niewielkie błędy szacunku, wysoka istotność niektórych z prezentowanych parametrów oraz statystycznie istotna funkcja F dla całego modelu potwierdza niezłe jego dopasowanie. Uzyskany model wyjaśnia w około 49% zmienność zadowolenia z własnego życia badanej populacji. Biorąc pod uwagę niezwykle złożoność i duży indywidualizm w definiowaniu własnego szczęścia, wynik ten należy uznać za zadowalający (por. tabela 1). W myśl teorii ekonomii czas jest dobrem rzadkim, dającym korzyści lub niekorzyści. Istnienie różnych zastosowań czasu (praca zarobkowa, praca w gospodarstwie domowym lub czas wolny) stwarza wiele możliwości wyboru oraz problemy związane z jego dokonaniem, powodując tym samym powstanie kosztów alternatywnych²². W dobie liberalnej demokracji i gospodarki wolnorynkowej życie ludzkie charakteryzuje się dużą dynamiką i turbulencją. Polacy pracują coraz dłużej i coraz wydajniej. Nie osiągają jeszcze z tego tytułu wysokich dochodów i w związku z tym po powrocie do domu muszą samodzielnie wykonać ogrom czynności związanych z prowadzeniem gospodarstwa domowego. To wszystko sprawia, że do dyspozycji pozostaje im bardzo niewiele wolnego czasu. Czas ten, zgodnie z teorią kosztów alternatywnych, jest dla nich bardzo cenny.

²⁰ *Ibidem*.

²¹ J. Czapiński, *Szczęście – złudzenie czy konieczność?*, w: *Złudzenia, które pozwalają żyć*, red. M. Kofta, T. Szutrowa, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1991, s. 208.

²² P. A. Samuelson, W. D. Nordhaus, *Ekonomia...*, *op. cit.*, s. 91.

Ograniczone zasoby materialne bardzo często uniemożliwiają również realizację swoich zainteresowań czy pasji. Dlatego tak ważnym wyznacznikiem ich szczęścia jest możliwość odpoczywania w najbardziej pożądanym przez nich sposobie. Na podstawie wyników badań wyznaczono następującą postać analityczną funkcji regresji, opisującą poziom subiektywnej jakości życia badanych rodzin²³:

$$Y = -0,13x_1 + 0,14x_2 + 0,03x_3 - 0,02x_4 + 0,45x_5 + 0,17x_6 + 0,19x_7 + 0,11x_8 + 0,15x_9 - 0,12x_{10} + 0,20x_{11} + 0,03x_{12} + 0,33x_{13} + 0,23x_{14} - 1,00 \pm 1,07,$$

gdzie:

x_1 – wykształcenie ojca,

x_2 – wykształcenie matki,

x_3 – praca zawodowa ojca,

x_4 – praca zawodowa matki,

x_5 – typ rodziny,

x_6 – sposób spędzania przez dzieci wakacji,

x_7 – ocena pozycji społecznej rodziny,

x_8 – ocena stanu zdrowia ojca,

x_9 – ocena stanu zdrowia matki,

x_{10} – ocena dochodów rodziny,

x_{11} – ocena warunków mieszkaniowych,

x_{12} – ocena dostępu do dóbr kultury,

x_{13} – ocena możliwości korzystania z wolnego czasu,

x_{14} – przewidywanie przyszłości rodziny.

Tabela 1. Wyniki analizy regresji syntetycznego wskaźnika zadowolenia z życia, w zależności od elementów obiektywnej jakości życia i ocen wybranych aspektów życia, u badanych rodzin

Zmienne objaśniające	Zmienna objaśniana – syntetyczny wskaźnik zadowolenia z życia			
	<i>B</i>	błąd <i>B</i>	<i>t</i>	<i>p</i>
Wyraz wolny	-0,999	0,750	-1,331	0,184
Wykształcenie ojca	-0,134	0,106	-1,261	0,208
Wykształcenie matki	0,135	0,090	1,490	0,137
Praca zawodowa ojca	0,028	0,045	0,627	0,531
Praca zawodowa matki	-0,024	0,044	-0,539	0,590
Typ rodziny	0,447	0,276	1,617	0,107

²³ D. Puciato, Jakość życia mieszkańców gminy uzdrowiskowej na przykładzie Jedliny Zdroju, „Studia i Monografie”, Nr 230, Opole 2008, s. 64–66.

cd. tabeli 1

Zmienne objaśniające	Zmienna objaśniana – syntetyczny wskaźnik zadowolenia z życia			
	<i>B</i>	błąd <i>B</i>	<i>t</i>	<i>p</i>
Sposób spędzania przez dzieci wakacji	0,172	0,143	1,206	0,229
Ocena pozycji społecznej rodziny	0,194	0,071	2,717	0,007
Ocena stanu zdrowia ojca	0,105	0,064	1,625	0,105
Ocena stanu zdrowia matki	0,148	0,071	2,079	0,038
Ocena dochodów rodziny	-0,116	0,096	-1,209	0,228
Ocena warunków mieszkaniowych	0,196	0,057	3,437	0,001
Ocena dostępu do dóbr kultury	0,028	0,084	0,333	0,739
Ocena możliwości korzystania z wolnego czasu	0,331	0,075	4,404	0,000
Przewidywanie przyszłości rodziny	0,232	0,054	4,260	0,000
<i>R</i>	0,698			
<i>R</i> ²	0,487			
<i>F</i>	20,656			
<i>p</i>	0,000			
Błąd standardowy estymacji	1,073			

Źródło: D. Puciato, Jakość życia mieszkańców..., *op. cit.*, s. 66.

6. Podsumowanie

Odpowiednia ilość właściwie zagospodarowanego czasu wolnego może przyczynić się do lepszego funkcjonowania współczesnego człowieka. W czasie wolnym może on nie tylko regenerować swoje siły, ale również rozwijać zainteresowania, pogłębiać wiedzę, czy kształtować właściwe relacje interpersonalne z innymi ludźmi. Przyczynić się to może nie tylko do poprawy jakości życia w wymiarze jednostkowym, ale również do wystąpienia wielu pozytywnych zjawisk w obrębie całych społeczności.

Ogromna złożoność omawianych tu kwestii, duży indywidualizm w percepcji dobrobytu i dobrostanu oraz niedoskonałość stosowanych narzędzi badawczych powodują, że uzyskanie jednoznacznej odpowiedzi na postawione we wprowadzeniu do niniejszego artykułu pytanie badawcze jest sprawą niełatwą. Pomimo tych obiektywnych ograniczeń metodologicznych, pokusić się jednak można o stwierdzenie, że ocena możliwości swobodnego wyboru spędzania wolnego czasu jest ważnym czynnikiem, wpływającym na poczucie zadowolenia z własnego życia badanych.

Biorąc pod uwagę poprawę sytuacji materialnej wielu polskich gospodarstw domowych, oraz coraz wyższą średnią długość życia Polaków, można przypuszczać, że ilość wolnego czasu będzie wzrastać. Najprawdopodobniej ludzie będą również dążyć do jego optymalnego zagospodarowania, co jeszcze wzmocni obserwowane tendencje. Bardzo istotne wydaje się zatem prowadzenie dalszych pogłębionych badań w tym zakresie. Powinny one dotyczyć większej populacji, mieć charakter ciągły, brać pod uwagę większą gamę jakości częściowych oraz wykorzystywać bardziej wyrafinowane i wielowymiarowe metody analizy statystycznej.

7. Bibliografia

1. Alejziak W., Turystyka w obliczu wyzwań XXI wieku, Albis, Kraków 1999.
2. Balicki L., Tyc W., Mikroekonomia, Oficyna Wydawnicza A-F-T, Jelenia Góra 2001.
3. Bargadaa M., The role of time in the action of consumer, „Journal of Consumer Research”, No. 3, 1990.
4. Bombol M., Ekonomiczny wymiar czasu wolnego, „Monografie i Opracowania”, Nr 537, SGH, Warszawa 2005.
5. Bombol M., Czas wolny jako kategoria diagnostyczna procesów rozwoju społeczno-gospodarczego, „Monografie i Opracowania”, Nr 555, SGH, Warszawa 2008.
6. Bywalec C., Rudnicki L., Konsumpcja, PWE, Warszawa 2002.
7. Czapiński J., Szczęście – złudzenie czy konieczność?, w: Złudzenia, które pozwalają żyć, red. M. Kofta, T. Szutrowa, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1991.
8. Dmoch T., Rutkowski J., Badanie poziomu i jakości życia, „Wiadomości Statystyczne”, Nr 10, 1985.
9. Dumazedier J., Current problems of the sociology of leisure, „International Social Science Journal”, No. 2, 1960.
10. Kiełbasiewicz-Drozdowska I., Zarys rozwoju refleksji teoretycznej nad problematyką rekreacji, w: Teoria i metodyka rekreacji, red. I. Kiełbasiewicz-Drozdowska, W. Siwiński, AWF, Poznań 2001.
11. Kozłowski T., Popnatura i masowa nuda, w: Na pokaz. O konsumeryzmie w kapitalizmie bez kapitału, red. T. Szlendak, K. Pietrowicz, UMK, Toruń 2004.
12. Kreps J., Spengler J., Future options for more free time, w: The future of work, red. F. Best, New Jersey 1973.
13. Mishan E., Spór o wzrost gospodarczy, PIW, Warszawa 1996.
14. Puciato D., Jakość życia mieszkańców gminy uzdrowiskowej na przykładzie Jedliny Zdroju, „Studia i Monografie”, Nr 230, Opole 2008.

15. Rusnak Z., Kozyra C., Przykład ankietowego badania jakości życia studentów, „Przegląd Statystyczny Śląska Dolnego i Opolskiego”, Nr 6, 2001.
16. Samuelson P. A., Nordhaus W. D., *Ekonomia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1996.
17. Słaby T., Poziom życia, jakość życia, „Wiadomości Statystyczne”, Nr 6, 1990.
18. Słaby T., Poziom i jakość życia, w: *Statystyka społeczna. Wybrane zagadnienia*, red. T. Panek, A. Szulc, SGH, Warszawa 2004.
19. Tarkowska E., Społeczeństwo różnych rytmów: przypadek Polski na tle tendencji globalnych, w: *Imponderabilia wielkiej zmiany. Mentalność, wartości i więzi społeczne czasów transformacji*, red. P. Sztompka, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Kraków 1999.
20. Tauber D. R., *Pedagogika czasu wolnego*, WSHiG, Poznań 1998.
21. White M., Sympathy for the Devil, H.D. Macleod and W.S. Jevon’s theory of political economy, „Journal of the History of Economic Thought”, Nr 26, 2004.

Polityka spójności na lata 2007–2013 – Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia

1. Wprowadzenie

Głównym celem polityki spójności jest zwiększenie spójności ekonomicznej i społecznej w Unii Europejskiej. Poprzez pomoc gorzej rozwiniętym regionom i sektorom gospodarek państw członkowskich dąży do zmniejszenia różnic w poziomie rozwoju i w poziomie życia.

Polityka spójności jest istotnym elementem polityki strukturalnej Unii Europejskiej. Wydatki przeznaczane są na dofinansowanie dziedzin, w których występuje deficyt środków. Przyjęto, że część wydatków budżetowych transferowana jest w postaci przepływów środków na rzecz wsparcia słabiej rozwiniętych państw członkowskich lub tylko określonych obszarów położonych na ich terytorium. Pomoc w ramach polityki spójności zakłada między innymi wspieranie rozwoju gospodarczego regionów zacofanych ekonomicznie, restrukturyzację obszarów przygranicznych, zwalczanie długotrwałego bezrobocia oraz stymulowanie rozwoju wsi. Poczynania UE opierają się na zasadzie subsydiarności – uzupełniają działania lokalne i samorządowe.

W celu realizacji w latach 2007–2013 na terytorium Polski polityki spójności Unii Europejskiej zostały opracowane Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia (NSRO). Dokument ten przygotowało Ministerstwo Rozwoju Regionalnego i został zatwierdzony przez Komisję Europejską 7 maja 2007 roku¹.

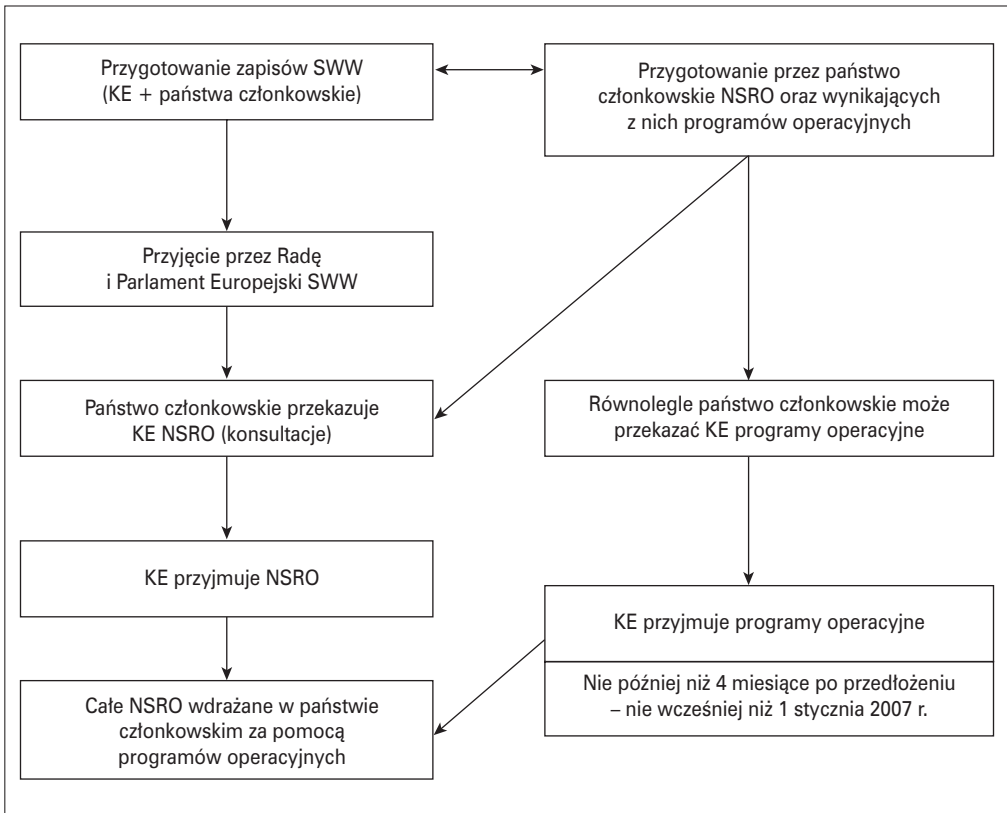
NSRO są przygotowywane przez państwa członkowskie Unii Europejskiej na podstawie Strategicznych Wytucznych Wspólnoty (SWW), dotyczących polityki spójności. NSRO muszą być uzgadniane z Komisją Europejską i stanowią podstawę do przygotowania programów operacyjnych, wymagających akceptacji Komisji (szczegółowy proces przyjmowania NSRO – zob. rysunek 1). Rada Ministrów 27 września 2005 roku zaakceptowała wstępny projekt NSRO² opracowany według Narodowego Planu Rozwoju 2007–2013. Z kolei resorty przygotowały wstępne projekty programów operacyjnych, zgodnie z Narodowym Planem

¹ <http://www.mrr.gov.pl/>, 9 lutego 2009 r.

² <http://www.kprm.gov.pl/>, 7 lutego 2009 r.

Rozwoju 2007–2013 i wstępnym projektem NSRO. Na wniosek Rady Ministrów zarządy większości województw przygotowały wstępne projekty regionalnych programów operacyjnych.

Rysunek 1. Proces przyjmowania Narodowych Strategicznych Ram Odniesienia



Źródło: <http://www.fundusze-strukturalne.gov.pl/NR/rdonlyres/AA2B283F-DAE8-413C-BD9A-E4FF1B21C220/27734/pakiet7komentarzedorzporz3.pdf>

Bazą dla przygotowywanych NSRO i programów operacyjnych była Strategia Rozwoju Kraju (SRK) 2007–2013³. Umożliwiła ona integrację polityki spójności z takimi politykami współfinansowanymi z funduszy unijnych, jak wspólna polityka rolna i wspólna polityka rybacka.

³ M. Jankowska, A. Sokół, A. Wicher, Fundusze Unii Europejskiej 2007–2013. Poradnik Małego i Średniego Przedsiębiorcy, Wyd. CeDeTu, Warszawa 2008.

2. Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia

NSRO 2007–2013⁴, znane również jako Narodowa Strategia Spójności (NSS), to strategiczny dokument programowy, będący rozwinięciem i uszczegółowieniem Strategii Rozwoju Kraju (SRK) 2007–2015⁵. Dotyczy działań związanych z realizacją przez Polskę unijnej polityki spójności, współfinansowanej ze środków Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego (EFRR), Europejskiego Funduszu Społecznego (EFS) i Funduszu Spójności (FS)⁶. NSRO określają cele, kierunki działania i instrumenty ich realizacji wraz z orientacyjną alokacją środków finansowych. Identyfikują działania, jakie rząd polski zamierza podjąć w latach 2007–2013 w zakresie promowania trwałego wzrostu gospodarczego, wzrostu konkurencyjności i zatrudnienia oraz restrukturyzacji sektorów i obszarów problemowych, w tym udzielenia skutecznego wsparcia pomocy regionom i grupom społecznym zagrożonym marginalizacją⁷. Dokument przedstawia ponadto analizę sytuacji społeczno-gospodarczej kraju i jego regionów, formułuje najważniejsze wyzwania dla kraju w perspektywie kolejnych lat oraz określa cele zmierzające do osiągnięcia spójności społeczno-gospodarczej i terytorialnej z krajami i regionami Wspólnoty. NSRO określają, w jaki sposób Polska wykorzysta 67 mld Euro ze środków UE w ciągu siedmiu lat, aby zrealizować cel wzrostu gospodarczego i zatrudnienia (szczegółowy podział przyznanej kwoty na fundusze oraz programy operacyjne zob. tabela 1).

Tabela 1. Alokacja środków unijnych w podziale na fundusze oraz programy operacyjne na lata 2007–2013 (w euro)

16 regionalnych programów według województw	EFRR	16 555 614 188
Dolnośląskie	EFRR	1 213 144 879
Kujawsko-pomorskie	EFRR	951 003 820
Lubelskie	EFRR	1 155 854 549
Lubuskie	EFRR	439 173 096

⁴ Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia wspierające wzrost gospodarczy i zatrudnienie. Narodowa Strategia Spójności, dokument przyjęty przez Radę Ministrów 1 sierpnia 2006 r., Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, sierpień 2006 r.

⁵ Projekt Strategii Rozwoju Kraju wstępnie przyjęła Rada Ministrów 27 czerwca 2006 r., zaś następnie przekazano go do ogólnospołecznej dyskusji trwającej do października 2006 roku. Strategię w ostatecznym jej brzmieniu przyjęła Rada Ministrów 29 listopada 2006 r.

⁶ Szczegółowe zasady finansowania z Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego, Europejskiego Funduszu Społecznego oraz Funduszu Spójności zostały określone w Ustawie o zasadach prowadzenia polityki rozwoju z dnia 6 grudnia 2006 r., Sejm, Dz.U. 2006, Nr 227, poz. 1658, data wejścia w życie 26 grudnia 2006 r.

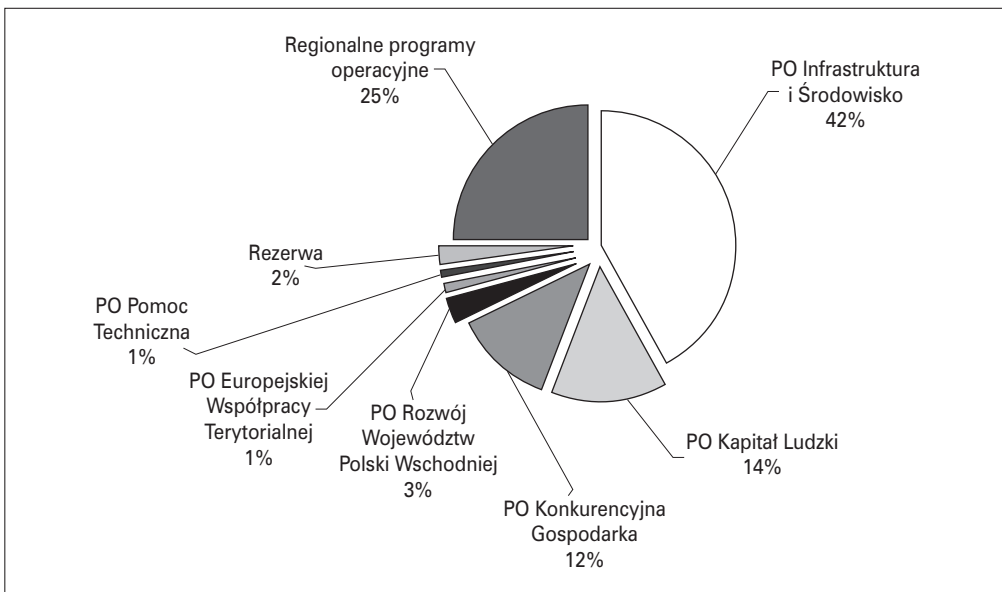
⁷ Narodowa Strategia Spójności 2007–2013, Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia, Warszawa 2007, s. 49.

cd. tabeli 1

Łódzkie	EFRR	1 006 380 910
Małopolskie	EFRR	1 290 274 402
Mazowieckie	EFRR	1 831 496 698
Opolskie	EFRR	427 144 813
Podkarpackie	EFRR	1 136 307 823
Podlaskie	EFRR	636 207 883
Pomorskie	EFRR	885 065 762
Śląskie	EFRR	1 712 980 303
Świętokrzyskie	EFRR	725 807 266
Warmińsko-mazurskie	EFRR	1 036 542 041
Wielkopolskie	EFRR	1 272 792 644
Zachodniopomorskie	EFRR	835 437 299
PO Rozwój Polski Wschodniej	EFRR	2 273 793 750
PO Infrastruktura i Środowisko	Ogółem EFRR i FS	27 913 683 774
	EFRR	5 737 330 000
	FS	22 176 353 774
PO Innowacyjna Gospodarka	EFRR	8 254 885 280
PO Pomoc techniczna	EFRR	516 700 000
PO Kapitał Ludzki	EFRR	9 707 176 000
Rezerwa wykonania	Ogółem EFRR i EFS	1 331 304 099
Cel Konwergencja – ogółem		66 553 157 091
w tym	EFRR i ESF	44 376 803 317
	EFRR	33 338 323 218
	EFRR	9 707 176 000
	FS	22 176 353 774
Rezerwa wykonania	(EFRR, EFS)	1 331 304 099
Cel Europejska Współpraca Terytorialna	EFRR	731 092 675
Współpraca transgraniczna	EFRR	438 534 974
Transfer EISP	EFRR	173 323 640
Współpraca Ponadnarodowa	EFRR	119 234 061

Źródło: Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia..., *op. cit.*

Rysunek 2. Procentowy podział środków unijnych na lata 2007–2013 w podziale na programy operacyjne



Źródło: opracowanie własne na podstawie dokumentu: Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia..., *op. cit.*

NSRO powstały zgodnie z rozporządzeniem Rady (WE) Nr 1083/2006 z 11 lipca 2006 r., ustanawiającym przepisy ogólne dotyczące narodowych ram odniesienia, które zapewniają zgodności pomocy funduszy ze SWW dla spójności i które to określają związek między priorytetami Wspólnoty z jednej strony, a krajowym programem reform – z drugiej (art. 27 ust. 1).

Zgodnie z art. 27 ust 4 tego rozporządzenia dokument powinien zawierać następujące elementy:

- 1) analizę dysproporcji, słabości i potencjału rozwojowego, z uwzględnieniem tendencji w gospodarce europejskiej i światowej;
- 2) strategię wybraną na podstawie tej analizy, w tym priorytety tematyczne i terytorialne (w szczególnych przypadkach priorytety te obejmują działania związane z rozwojem obszarów miejskich, różnicowaniem gospodarek wiejskich i obszarów zależnych od rybołówstwa);
- 3) wykaz programów operacyjnych dla celów Konwergencja oraz Konkurencyjność regionalna i zatrudnienie;
- 4) opis sposobu, w jaki wydatki w ramach celów Konwergencja oraz Konkurencyjność regionalna i zatrudnienie przyczynią się do realizacji priorytetów Unii Europejskiej w zakresie promowania konkurencyjno-

- ści i tworzenia miejsc pracy, w tym do osiągnięcia celów pakietu Wzrost i zatrudnienie – zintegrowane wytyczne na lata 2005–2008;
- 5) indykatywną roczną alokację z każdego funduszu na poszczególne programy;
 - 6) wyłącznie w odniesieniu do regionów objętych celem Konwergencja przewidywane działania na rzecz zwiększenia wydajności administracji państwa członkowskiego;
 - 7) w odniesieniu do państw członkowskich kwalifikujących się w ramach Funduszu Spójności na podstawie art. 5 ust. 2 i art. 8 ust 3, informacje na temat mechanizmów mających na celu zapewnienie koordynacji między samymi programami operacyjnymi oraz między tymi programami a Europejskim Funduszem Rolnym Rozwoju Obszarów Wiejskich (EFRROW), Europejskim Funduszem Rybackim (EFR) oraz, jeżeli występują takie przypadki, to również interwencji Europejskiego Banku Inwestycyjnego (EBI) i innych istniejących instrumentów finansowych.

Zadaniem NSRO jest zapewnienie odpowiedniej integracji głównych priorytetów Wspólnoty z priorytetami polskimi, uwzględniającymi specyfikę naszego kraju, w tym ujętymi w Krajowym Programie Reform na lata 2005–2008⁸, odpowiadającym na wyzwania unijnej Strategii Lizbońskiej z 2000 roku⁹, uzupełnionej o cele strategii z Goeteborga z 2001 roku. Prezentują one program interwencji na lata 2007–2013, który obejmuje: syntetyczną diagnozę aktualnej sytuacji społeczno-gospodarczej, identyfikację słabych i mocnych stron oraz szans i zagrożeń (analiza SWOT), określenie celu strategicznego oraz będących jego rozwinięciem horyzontalnych celów szczegółowych. Formułują także kierunki działań, mające zapewnić skuteczną realizację celów (rozwinęte i uszczegółowione w programach operacyjnych) oraz definiują ich system realizacyjny.

W związku z nowymi wyzwaniami stojącymi przed Europą w latach 2007–2013 zmienia się unijna polityka regionalna. Nowe państwa członkowskie nie są już traktowane oddzielnie, procedury wdrażania funduszy stają się coraz bardziej przejrzyste i zrozumiałe, a największe środki zostaną przeznaczone dla najbiedniejszych regionów. Nowa polityka spójności, zgodnie z postanowieniami Rozporządzenia Rady Nr 1083/2006 z 11 lipca 2006 r., ustanawiającego przepisy ogólne dotyczące Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego, Europejskiego

⁸ Rzeczpospolita Polska, Krajowy Program Reform na lata 2005–2008 na rzecz realizacji Strategii Lizbońskiej, przyjęty przez Radę Ministrów 27 grudnia 2005 r., Warszawa 28 grudnia 2005 r.

⁹ Strategia Lizbońska, przyjęta w marcu 2000 roku na Szczycie Unii Europejskiej, uzupełniona na Szczycie w Goeteborgu w 2001 roku w zakresie zrównoważonego rozwoju, zakłada przekształcenie Unii Europejskiej w najbardziej konkurencyjną gospodarkę światową w ciągu zaledwie dziesięciu lat. Podstawą realizacji tego celu mają być działania służące zbudowaniu społeczeństwa i gospodarki opartych na wiedzy. Została ona odnowiona w 2005 roku.

Funduszu Społecznego oraz Funduszu Spójności i uchylającego rozporządzenie (WE) Nr 1260/1999, koncentruje się na trzech celach powiązanych z priorytetami Strategii Lizbońskiej¹⁰:

- 1) Konwergencja;
- 2) Konkurencyjność regionalna i zatrudnienie;
- 3) Europejska współpraca terytorialna.

2.1. Konwergencja

Konwergencja (wspieranie wzrostu i tworzenie nowych miejsc pracy w państwach i regionach najbiedniejszych oraz regionach tzw. efektu statystycznego) – choć nazwa się zmieniała, zakres w porównaniu z tzw. celem 1 polityki spójności 2000–2006 pozostał zasadniczo taki sam. Cel ten jest zorientowany na obszary o niskim poziomie rozwoju społeczno-gospodarczego. Ukierunkowany jest na przyspieszenie eliminowania różnic w rozwoju najsłabiej rozwiniętych państw członkowskich i regionów. Cel ten ma być osiągnięty poprzez poprawę warunków wzrostu i zatrudnienia, dzięki zwiększonym inwestycjom w kapitał rzeczowy i ludzki, rozwojowi innowacyjności i społeczeństwa opartego na wiedzy. Skierowany na pobudzenie rozwoju najsłabiej rozwiniętych regionów UE (NUTS 2 – odpowiedników naszych województw). W przypadku funduszy strukturalnych są to regiony, których PKB *per capita* wynosi nie więcej niż 75% średniej UE, natomiast w przypadku Funduszu Spójności wyróżnia się regiony o Dochodzie Narodowym Brutto (DNB) *per capita* wynoszącym mniej niż 90% średniego DNB dla UE i, które mają program zmierzający do spełnienia warunków konwergencji gospodarczej. Całe terytorium Polski zostało objęte tym celem, który jest finansowany ze środków Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego, Europejskiego Funduszu Społecznego oraz Funduszu Spójności. Działania w tym celu koncentrują się na dążeniu do osiągnięcia jak najwyższej stopy wzrostu gospodarczego.

2.2. Regionalna konkurencyjność i zatrudnienie

Regionalna konkurencyjność i zatrudnienie (wspieranie zmian strukturalnych w regionach nie kwalifikujących się do uzyskiwania pomocy w ramach celu Konwergencja ze względu na przekroczenie wskaźnika 75% PKB *per capita* UE oraz wspieranie zmian na rynku pracy) – jest w założeniach zaproponowanego przez Komisję pakietu nowym celem i obejmuje działania zorientowane na regionalną konkurencyjność i zatrudnienie. Jego podstawowym zadaniem jest umożliwienie realizacji Strategii Lizbońskiej. Komisja zakłada tutaj zasadnicze przesunięcie aktywności z restrukturyzacji regionalnej (jak to było w latach 2000–2006

¹⁰ Por. przypis 9.

w regionach objętych celem drugim) na konkurencyjność regionalną oraz, że jego beneficjentami mogą być wszystkie regiony UE, a nie tylko regiony problemowe. Cel Konkurencyjność regionalna i zatrudnienie jest ukierunkowany, poza najsłabiej rozwiniętymi regionami, na wzrost konkurencyjności i atrakcyjności regionów oraz na zwiększenie zatrudnienia. Cel ten ma być osiągnięty poprzez zwiększone inwestycje w kapitał ludzki, innowacyjność i promowanie społeczeństwa opartego na wiedzy, jak również w przedsiębiorczość, ochronę i poprawę jakości środowiska, poprawę zdolności adaptacyjnych pracowników i podmiotów gospodarczych, rozwój rynków pracy sprzyjających integracji społecznej. Cel ten obejmuje regiony i kraje członkowskie nie objęte celem pierwszym, nie obejmuje więc Polski.

2.3. Europejska współpraca terytorialna

Europejska współpraca terytorialna (wspieranie terytorialnej konkurencyjności oraz promowanie harmonijnego i zrównoważonego rozwoju terytorium Unii) – jest także nowym celem i obejmuje współpracę transgraniczną, transnarodową i międzyregionalną¹¹. Komisja Europejska uznała, że jest to sfera interwencji o bardzo wysokiej wartości dodanej i dlatego zamiast, jak dotychczas, stanowić jedną z Inicjatyw Wspólnoty, powinna się znaleźć w głównym nurcie finansowania (w tzw. *mainstreaming*). Działania w ramach tego celu będą finansowane z Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego. Cel Europejska współpraca terytorialna jest ukierunkowany na umacnianie współpracy transgranicznej poprzez wspólne inicjatywy lokalne i regionalne, umacnianie współpracy transnarodowej za pomocą działań sprzyjających zintegrowanemu rozwojowi terytorialnemu powiązanemu z priorytetami Wspólnoty oraz na umacnianie współpracy międzyregionalnej i wymiany doświadczeń na właściwym szczeblu terytorialnym. Współpraca terytorialna, a szczególnie współpraca regionalna, była wspierana od wielu lat w ramach działań innowacyjnych lub w ramach inicjatywy wspólnotowej INTERREG. W latach 2007–2013 postanowiono wzmocnić wartość dodaną współpracy terytorialnej oraz zwiększyć jej wagę poprzez włączenie odpowiednich obszarów wsparcia w główny nurt programowania w postaci odrębnego celu. Komponent współpracy międzyregionalnej został włączony również w zakres wsparcia celu Konwergencja oraz Regionalna konkurencyjność i zatrudnienie.

¹¹ Zgodnie z propozycją Komisji, **współpraca przygraniczna** dotyczy zasadniczo wszystkich regionów (określonych na poziomie NUTS III – grupy powiatów) zlokalizowanych przy granicach wewnętrznych i zewnętrznych, lądowych i morskich. Celem było tu propagowanie wspólnych rozwiązań, odnoszących się do wspólnych problemów, podejmowanych przez sąsiadujące ze sobą organy władz, takie jak zagadnienia związane z rozwojem miast, wsi, obszarów przybrzeżnych, czy też rozwój stosunków gospodarczych i współpraca małych i średnich przedsiębiorstw.

3. Cel strategiczny i cele horyzontalne Narodowych Strategicznych Ram Odniesienia

Celem strategicznym NSRO dla Polski jest tworzenie warunków dla wzrostu konkurencyjności gospodarki opartej na wiedzy i przedsiębiorczości, zapewniającej wzrost zatrudnienia oraz wzrost poziomu spójności społecznej, gospodarczej i przestrzennej. Największe znaczenie dla realizacji tego celu ma odpowiednia krajowa polityka gospodarcza, uwzględniająca pełne wdrożenie reform strukturalnych w finansach publicznych w funkcjonowaniu administracji i wymiarze sprawiedliwości oraz w systemie stanowienia i implementacji prawa.

Dążenie do celu strategicznego wiąże się z realizacją sześciu horyzontalnych celów szczegółowych¹²:

- 1) poprawa jakości funkcjonowania instytucji publicznych oraz rozbudowa mechanizmów partnerstwa – cel ten jest odpowiedzialnością państwa na zadania związane z funkcjonowaniem państwa oraz instytucji publicznych na poziomie krajowym, regionalnym i lokalnym. Działania podejmowane w celu poprawy jakości zarządzania powinny przynieść dodatkowe efekty w postaci większego zaangażowania społeczeństwa w rozwój oraz zadowolenia, w tym także bezpieczeństwa;
- 2) poprawa jakości kapitału ludzkiego i zwiększenie spójności społecznej – pełne i dobre wykorzystanie jakości kapitału ludzkiego i zasobów rynku pracy jest kluczowym wyzwaniem w najbliższych latach. Wiąże się to ze zwiększeniem inwestycji w kapitał ludzki poprzez lepszą edukację i poprawę kwalifikacji, zmniejszenie liczby osób, dla których główną przeszkodą w wejściu na rynek pracy lub utrzymaniu się na nim jest brak odpowiedniego wykształcenia, oraz ograniczenia liczby osób o niedopasowanych do rynku umiejętnościach zawodowych. Tworzenie nowych miejsc pracy oraz przyciąganie na rynek pracy, jak również przedłużanie okresu sprawności zawodowej są ważnymi elementami aktywnej polityki rynku pracy;
- 3) budowa i modernizacja infrastruktury technicznej i społecznej, mającej podstawowe znaczenie dla rozwoju konkurencyjności Polski – poważną barierą hamującą rozwój gospodarczy w Polsce jest zbyt mało przedsięwzięć tworzących nowe miejsca pracy. Częściowy albo zupełny brak infrastruktury technicznej i społecznej lub jej niska jakość w funkcjonowaniu są głównymi przyczynami niedoinwestowania niektórych regionów. Brak nowoczesnej infrastruktury technicznej wpływa negatywnie na wymianę

¹² J. W. Tkaczyński, R. Willa, M. Świstak, Fundusze Unii Europejskiej 2007–2013. Cele – Działania – Środki, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2008, s. 101.

gospodarczą, zmniejsza mobilność mieszkańców oraz jest główną barierą w rozwoju przemysłu, handlu i usług. Aby zmniejszyć w tym zakresie dysproporcje występujące między poszczególnymi regionami Europy należy podjąć działania mające na celu rozwój zharmonizowanych ze środowiskiem szlaków komunikacyjnych oraz unowocześnienie już istniejących. Szczególnie ważne, z punktu widzenia wzrostu gospodarczego i zwiększenia konkurencyjności kraju, jest zapewnienie bezpieczeństwa energetycznego, rozumianego jako zróżnicowanie źródeł zaopatrzenia w energię, oraz zwiększenie niezawodności infrastruktury;

- 4) podniesienie konkurencyjności i innowacyjności przedsiębiorstw, w tym szczególnie sektora wytwórczego o wysokiej wartości dodanej, oraz rozwój sektora usług – osiąganie celu następuje poprzez inwestycje w poprawę konkurencyjności i innowacyjności przedsiębiorstw, które dzięki stosowaniu innowacyjnych rozwiązań zaczynają odgrywać istotną rolę na rynkach międzynarodowych. Zwiększenie innowacyjności gospodarki wymaga przygotowania różnych instrumentów wsparcia, w szerszym zakresie w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw, w szczególności będących w początkowych etapach wzrostu, jak i dla przedsiębiorstw wprowadzających najnowsze rozwiązania technologiczne o dużym znaczeniu dla gospodarki;
- 5) wzrost konkurencyjności polskich regionów i przeciwdziałanie ich marginalizacji społecznej, gospodarczej i przestrzennej – głównym zadaniem jest wspomaganie rozbudowy funkcji metropolitalnych (w tym naukowych, edukacyjnych, kulturalnych i turystycznych), pełniejsze wykorzystanie potencjału najważniejszych ośrodków miejskich oraz wzmocnienie związków między metropoliami i terenami zurbanizowanymi, a otaczającymi je terenami wiejskimi i małymi miastami. Polityka spójności wymaga poświęcenia specjalnej uwagi najbiedniejszym województwom w Polsce (lubelskie, podkarpackie, podlaskie, świętokrzyskie, warmińsko-mazurskie). Głównym celem działań podejmowanych na terenach problemowych jest wsparcie przekształceń zapewniających warunki do zrównoważonego i długofalowego rozwoju, przeciwdziałających pogłębianiu się procesów marginalizacji wybranych grup regionów;
- 6) wyrównywanie szans rozwojowych i wspomaganie zmian strukturalnych na obszarach wiejskich – koncentracja zadań związana jest z problematyką obszarów wiejskich i podzielona na dwa poziomy:
 - **poziom pierwszy** związany ze wspomaganie zmian w rolnictwie, które jest głównym źródłem dochodu mieszkańców wsi. Finansowanie następuje tu z instrumentów Wspólnej Polityki Rolnej, w tym Europejskiego Funduszu Rolnego na rzecz Rozwoju Obszarów Wiejskich,

- **poziom drugi** związany z działaniami umożliwiającymi wykorzystanie potencjału tych obszarów do wzrostu gospodarczego i zatrudnienia. Finansowanie następuje tu z instrumentów polityki spójności. Ze względu na duże dysproporcje występujące w Polsce pomiędzy miastem a wsią, polityka spójności będzie kierowana na tereny, stanowiące obszar marginalizacji gospodarczej, społecznej, edukacyjnej i kulturowej kraju.

Wykorzystanie środków finansowych przeznaczonych na lata 2007–2013 w ramach NSRO będzie się odbywać poprzez realizację następujących programów operacyjnych¹³:

- 1) PO Infrastruktura i Środowisko;
- 2) PO Innowacyjna Gospodarka;
- 3) PO Kapitał Ludzki;
- 4) PO Rozwój Polski Wschodniej;
- 5) PO Pomoc Techniczna;
- 6) Programy Operacyjne Europejskiej Wspólnoty Terytorialnej;
- 7) 16 Regionalnych Programów Operacyjnych.

4. Podsumowanie

Polska jest największym w Unii Europejskiej beneficjentem polityki spójności. W latach 2007–2013 ma dostęp do środków na inwestycje w wysokości 67 mld euro. Fundusze te nie zaspokoją jednak wszystkich potrzeb rozwojowych regionów, dlatego tak ważne jest przemyślane podejmowanie decyzji inwestycyjnych. Konieczny jest wybór projektów o możliwie największym potencjale i wartości dodanej, czyli takich, które podnoszą konkurencyjność, tworzą miejsca pracy i sprzyjają wzrostowi gospodarczemu. Wszystkie kraje, które były w minionych latach największymi beneficjentami polityki spójności: Grecja, Hiszpania, Irlandia i Portugalia, osiągnęły znaczący wzrost gospodarczy. Chociażby Grecja – w latach 1995–2005 skróciła dystans do poziomu pozostałych 26 krajów UE, podnosząc swój dochód na jednego mieszkańca z 74% średniej UE do 88%. Jeśli chodzi o zatrudnienie, to szacuje się, że w latach 2000–2006 inwestycje w ramach celu 1 pozwoliły na stworzenie około 570 tys. nowych miejsc pracy, z czego 160 tys. w krajach unijnej dziesiątki. Jak pokazują doświadczenia innych krajów Unii Europejskiej, dobrze ulokowane środki pozyskane w ramach realizacji założeń polityki spójności mogą pozwolić na osiągnięcie sukcesu polegającego na wypracowaniu wysokiego

¹³ Z. Bako, B. Józwiak, Fundusze Strukturalne i Fundusz Spójności w Polsce na lata 2007–2013, Wydawnictwo KUL, wyd. 1, Lublin 2007, s. 120.

wskaźnika wzrostu PKB, a to z kolei pozwoli na zmniejszenie dystansu poziomu gospodarki do średniej „państw starej piętnastki UE”.

5. Bibliografia

1. Bako Z., Józwick B., Fundusze Strukturalne i Fundusz Spójności w Polsce na lata 2007–2013, Wydawnictwo KUL, wyd. 1, Lublin 2007.
2. Jankowska M., Sokół A., Wicher A., Fundusze Unii Europejskiej 2007–2013. Poradnik Małego i Średniego Przedsiębiorcy, Wyd. CeDeTu, Warszawa 2008.
3. Narodowa Strategia Spójności 2007–2013, Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia, Warszawa 2007.
4. Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia wspierające wzrost gospodarczy i zatrudnienie. Narodowa Strategia Spójności, dokument przyjęty przez Radę Ministrów 1 sierpnia 2006 r., Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, sierpień 2006 r.
5. Rozporządzenie Rady (WE) Nr 1083/2006 ustanawiające przepisy ogólne dotyczące Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego, Europejskiego Funduszu Społecznego oraz Funduszu Spójności i uchylające rozporządzenie (WE) Nr 1260/1999 z dnia 11 lipca 2006 r. Dz.U. UE L 210/25 z dnia 31 lipca 2006 r.
6. Rzeczpospolita Polska, Krajowy Program Reform na lata 2005–2008 na rzecz realizacji Strategii Lizbońskiej, przyjęty przez Radę Ministrów 27 grudnia 2005 r., Warszawa 28 grudnia 2005 r.
7. Strategia Rozwoju Kraju 2007–2015, Projekt wstępnie zaakceptowany przez Radę Ministrów w dniu 29 listopada 2006 roku.
8. Tkaczyński J. W., Willa R., Świstak M., Fundusze Unii Europejskiej 2007–2013. Cele – Działania – Środki, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2008.
9. Ustawa o zasadach prowadzenia polityki rozwoju z dnia 6 grudnia 2006 r., Sejm, Dz.U. 2006, Nr 227, poz. 1658, data wejścia w życie 26 grudnia 2006 r.
10. <http://www.kprm.gov.pl/>, 7 lutego 2009 r.
11. <http://www.mrr.gov.pl/>, 9 lutego 2009 r.

Polityka monetarna Europejskiego Banku Centralnego a ceny aktywów

1. Wprowadzenie

Uczestnicy rynku kapitałowego nieustannie obserwują poczynania banków centralnych i formułują oczekiwania co do ich decyzji. Wygląda na to, że inwestorzy są przekonani, iż działania podejmowane przez banki centralne mają znaczący wpływ na rynek kapitałowy. Jednak wśród makroekonomistów kwestia ta wciąż wzbudza kontrowersyjne dyskusje. Także rynki kapitałowe zdają się wywierać wpływ na politykę pieniężną. Turbulencje na rynkach kapitałowych w ostatnim czasie były bowiem bezsprzecznie jedną z głównych przyczyn obniżek stóp procentowych znaczących banków centralnych na całym świecie¹.

Celem niniejszego artykułu jest analiza związku przyczynowo-skutkowego występującego między polityką monetarną Europejskiego Banku Centralnego (EBC) a europejskim rynkiem akcji. W pierwszej kolejności dokonano przeglądu literatury zajmującej się tematyką cen aktywów w kontekście polityki pieniężnej oraz przedstawiono wyniki badań poświęconych analizie wzajemnych relacji między cenami akcji a polityką pieniężną. Opisano również metodologię i dane zastosowane w badaniach. Zaprezentowano hipotezy, opis przeprowadzonych testów oraz ich rezultaty, a także wnioski wyciągnięte z badań.

2. Przegląd literatury

Główne cele polityki pieniężnej wyrażane są za pomocą takich zmiennych makroekonomicznych, jak inflacja i wzrost gospodarczy. Jednak wpływ instrumentów polityki monetarnej na te zmienne jest w najlepszym razie pośredni. Według Bernanke i Kuttnera najbardziej bezpośredni i natychmiastowy wpływ działań podejmowanych przez banki centralne widoczny jest na rynkach finansowych². Według tych autorów, poprzez wpływ na ceny aktywów banki centralne są w stanie

¹ Zob. np. Europejski Bank Centralny, <http://www.ecb.int>, z 29 stycznia 2009 r. (a); Board of Governors of the Federal Reserve System, <http://www.federalreserve.gov>, z 29 stycznia 2009 r.

² B. S. Bernanke, K. N. Kuttner, What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?, „The Journal of Finance”, 2005, No. 3, s. 1221–1257.

modyfikować zachowanie podmiotów gospodarczych w taki sposób, aby pomogło ono przyczynić się do osiągnięcia głównych celów polityki pieniężnej. Dotychczasowe badania, zajmujące się związkiem między polityką monetarną a cenami aktywów, można zaklasyfikować do jednego z trzech poniżej przedstawionych obszarów.

2.1. Szersza definicja indeksu cen

Zdaniem Alchiana i Kleina, banki centralne powinny brać pod uwagę ceny aktywów, a zatem i ceny papierów wartościowych, ponieważ indeksy cenowe, jak delator produktu krajowego brutto lub indeks wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI), nie odzwierciedlają w dostateczny sposób stanu gospodarki. Opierają się bowiem tylko na dzisiejszych cenach, nie uwzględniając przyszłych cen dóbr³. Przykładowo, jeżeli ceny nieruchomości wzrastają, a czynsze pozostają na tym samym poziomie, w opinii tych autorów siła nabywcza pieniądza spada, chociaż CPI nie zmienia wartości.

Według Alchiana i Kleina, idealny indeks powinien odzwierciedlać minimalne koszty zakupu jednostki użyteczności (ang. *lifetime utility*) na rynku terminowym, opisanym za pomocą modelu Arrowa-Debreu. W praktyce jednak taki rynek nie istnieje, dlatego też Alchian i Klein sugerują, aby w zamian stosować ceny aktywów.

2.2. Indykacyjna właściwość cen aktywów

Wielu orędowników szerszej miary inflacji jest za uwzględnieniem cen aktywów nie z powodu dokładniejszego pomiaru kosztów utrzymania lub kosztów inflacji, ale dlatego, że są one w stanie prognozować rozwój CPI. Fischer w swojej publikacji z 1911 roku prawdopodobnie po raz pierwszy wskazał na tę właściwość cen aktywów⁴. Argumentował on, że wzrost podaży pieniądza wyraża się najpierw we wzroście cen aktywów, a dopiero później we wzroście cen dóbr konsumpcyjnych. W ostatnim czasie tą problematyką zajmowali się m.in. Goodhart i Hofmann⁵ oraz Ang i in.⁶

Czy rozwój ceny aktywów może rzeczywiście służyć do prognozowania inflacji? Stock i Watson badali przydatność 168 indykatorów do prognozowania inflacji w USA, opierając się na danych do 1996 roku, i stwierdzili, że najlepszym indy-

³ A. Alchian i B. Klein, On a correct measure of inflation, „Journal of Money, Credit and Banking”, No. 5, 1973, s. 173–191.

⁴ I. Fisher, *The Purchasing Power of Money*. The Macmillan Company, New York 1911.

⁵ C. Goodhart i B. Hofmann, Do asset prices help predict consumer price inflation, „Manchester School Journal”, 2000, 68, s. 122–140.

⁶ A. Ang, G. Bekaert, M. Wei, Do macro variables, asset markets or surveys forecast inflation better?, „Journal of Monetary Economics”, Vol. 54, Issue 4, May 2007, s. 1163–1212.

katorem jest miara rzeczywistej aktywności gospodarczej⁷. Natomiast ceny akcji i kursy walut, w porównaniu z tradycyjną krzywą Philipsa, mają raczej słabą wartość prognostyczną. Badania Ang i in., oparte na danych do 2002 roku, zdają się potwierdzać wyniki osiągnięte przez Stocka i Watsona, z tą różnicą, że według Ang i in. najlepszym indykatorem dla przyszłej inflacji są badania sondażowe⁸.

Jedną z klas aktywów, którą badacze biorą dość często pod uwagę, są nieruchomości. Zainteresowanie to wywodzi się z obserwacji, że wzrost inflacji w Japonii i Wielkiej Brytanii w latach 80. XX wieku był poprzedzony boorem na rynku nieruchomości. Goodhart i Hofmann wskazali, że istniała znacząca korelacja między rozwojem cen nieruchomości a przyszłym CPI w 12 krajach w latach 90. ubiegłego stulecia⁹. Genberg i in. zwrócili jednak uwagę na fakt, że pomimo istnienia korelacji między cenami nieruchomości a przyszłą stopą inflacji, uwzględnienie rozwoju cen nieruchomości nie podnosi jakości prognozy przyszłej stopy inflacji¹⁰.

2.3. Wpływ cen aktywów na aktywność gospodarczą

Zdaniem badaczy rozwój cen aktywów może bezpośrednio wpływać na aktywność gospodarczą. W literaturze można znaleźć analizę trzech głównych efektów opisujących ten wpływ. Zostały one przedstawione poniżej.

2.3.1. Efekt zmiany wartości majątku

Logika ograniczeń budżetowych dyktuje, że powinno istnieć jakieś powiązanie między konsumpcją a cenami aktywów. Wydaje się, że bardziej zamożne jednostki konsumują więcej. Nasuwa się więc pytanie, kiedy dochodzi do tej większej konsumpcji?

Według hipotezy konsumpcji, wyznaczonej cyklem życia Modiglianiego, jednostki dążą do równomiernego rozłożenia konsumpcji w czasie, a konsumpcja nie jest określana przez bieżący dochód, ale przez wartość majątku skumulowanego w czasie całego życia danej jednostki¹¹. Alternatywną hipotezę, tzw. hipotezę dochodu permanentnego, zaproponował Friedman¹². Zgodnie z nią wydatki konsumpcyjne nie zależą od dochodu bieżącego, ale raczej od dochodu permanentnego,

⁷ J. Stock, M. Watson, Forecasting inflation, „Journal of Monetary Economics”, 44, 1999, s. 293–335.

⁸ A. Ang i in., Do macro..., *op. cit.*

⁹ C. Goodhart, B. Hofmann, Do asset..., *op. cit.*

¹⁰ H. Genberg i in., Asset Prices and Central Bank Policy, Centre for Economic Policy Research, London 2000.

¹¹ A. Ando, F. Modigliani, Tests of the Life Cycle Hypothesis of Saving: Comments and Suggestions, Oxford Institute of Statistics Bulletin, Vol. xix (May 1957), s. 99–124.

¹² M. Friedman, A Theory of the Consumption Function, National Bureau of Economic Research, Princeton 1957.

rozumianego jako przeciętny dochód, który dana jednostka spodziewa się osiągać w trakcie całego życia. Obydwie te hipotezy przyjmują, że ważnym składnikiem majątku jest majątek finansowy, na którego rozwój można pozytywnie wpływać poprzez ekspansywną politykę pieniężną¹³.

Poterba dokonał przeglądu prac zajmujących się badaniami wpływu zmian cen akcji na konsumpcję i stwierdził, że wzrost cen akcji o 1 USD prowadzi do wzrostu konsumpcji o 0,03 USD¹⁴. Odpowiada to w przybliżeniu wielkości przewidywanej przez hipotezę dochodu permanentnego Friedmana.

2.3.2. Efekt wskaźnika q Tobina

Tobin, opierając się na teorii portfelowej, stwierdził, że polityka pieniężna, poprzez oddziaływanie na giełdowe ceny akcji, może wyznaczać rozmiary inwestycji przedsiębiorstw¹⁵. Według jego argumentacji, iloraz rynkowej wartości przedsiębiorstwa i kosztów odnowy kapitału rzeczowego przedsiębiorstwa (zależność znana pod pojęciem wskaźnika q Tobina) powinien być dobrym indykatorem dla inwestycji. Jeżeli wartość wskaźnika q jest większa od 1, to rynkowa wartość przedsiębiorstwa jest wyższa od wartości jego kapitału na rynku i inwestycje w dane przedsiębiorstwo są opłacalne¹⁶.

Gdy zwiększa się nieoczekiwane podaż pieniądza, podmioty gospodarcze dysponują dodatkowymi środkami pieniężnymi. Zwiększa się przez to popyt w gospodarce, także popyt na akcje, a w konsekwencji także wartość przedsiębiorstw. Rośnie również wartość wskaźnika q Tobina. Sprawia to wzrost wydatków inwestycyjnych, co powoduje zwiększenie aktywności ekonomicznej gospodarki. Gdy mamy do czynienia z restrykcyjną polityką pieniężną, mechanizm ten działa w ten sam sposób, ale w przeciwnym kierunku.

Tobin nie wziął pod uwagę kosztów transakcyjnych związanych z inwestycjami i różnicy między średnią wartością kapitału wycenioną przez rynek a wartością krańcową kapitału, która to ma decydujący wpływ na inwestycję. Hayashi pokazał jednak, że intuicja Tobina go nie zawiodła. Przy poczynieniu pewnych założeń co do funkcji zysku przedsiębiorstwa i funkcji kosztów transakcyjnych, wskaźnik q Tobina jest wystarczającym indykatorem dla inwestycji ($R2 = 0,46$)¹⁷.

¹³ Porównanie różnic między tymi teoriami znajduje się m.in. w: R. Dornbusch i S. Fischer, *Makroekonomik*, Oldenburg 1989, s. 267–268.

¹⁴ J. Poterba, *Stock market wealth and consumption*, „*Journal of Economic Perspectives*”, Vol. 14, No. 2, 2000, s. 99–118.

¹⁵ J. Tobin, *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory*, „*Journal of Money, Credit, and Banking*”, February 1969, 1, s. 15–29.

¹⁶ *Ibidem*.

¹⁷ F. Hayashi, *Tobin's Marginal q and Average q : A Neoclassical Interpretation*, „*Econometrica*, *Econometric Society*”, Vol. 50(1), January 1982, s. 213–224.

2.3.3. Efekt niepełnej informacji

Efekt niepełnej informacji występuje przy założeniu niedoskonałego rynku kapitałowego. Opiera się on na spostrzeżeniu, że w sytuacji braku dostatecznych informacji o sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, jego zdolność do finansowania zewnętrznego może zostać ograniczona. Bernanke i Gertler utrzymują, że efekt ten jest najsilniejszy w czasie recesji, gdy słabe wyniki finansowe przedsiębiorstw przyczyniają się do wzrostu kosztów finansowania zewnętrznego¹⁸. Powoduje to spadek popytu na akcje i dobra inwestycyjne oraz zmniejszenie aktywności ekonomicznej gospodarki. Gdy w gospodarce występuje niska podaż pieniądza, to nieoczekiwane zwiększenie tej podaży może wpłynąć na redukcję tego efektu.

2.4. Przegląd badań empirycznych

Powiązania między poszczególnymi segmentami krajowego rynku finansowego dla USA są dość dobrze opisane. Badania poświęcone efektom mającym wpływ na zmianę cen aktywów wykazują pozytywną korelację między stopą zwrotu z inwestycji w akcje a oprocentowaniem obligacji w Stanach Zjednoczonych¹⁹. Badacze wskazali również, że ceny akcji reagują na zmiany polityki pieniężnej²⁰. W 2003 roku Rigobon i Sack zwrócili uwagę na fakt, że polityka pieniężna FED reaguje także na zmiany cen akcji²¹. Badacze ci przeprowadzili także symultaniczną analizę zmian cen obligacji, odsetek krótkoterminowych i cen akcji, i pokazali, że związki przyczynowo-skutkowe procesu transmisji szoków mogą przebiegać w różnych kierunkach. Dla przykładu, korelacja między odsetkami krótkoterminowymi i cenami akcji może się zmienić z pozytywnej na negatywną, w zależności od tego, które z aktywów dominuje w danym czasie²².

W literaturze można również znaleźć próby wyjaśnienia zmian cen aktywów poprzez wpływ zmiennych makroekonomicznych. Kilka artykułów koncentruje się na analizie efektów związanych z podawaniem do publicznej wiadomości nowych

¹⁸ B. Bernanke, M. Gertler, Agency costs, net worth and business fluctuations, „The American Economic Review”, Vol. 79, No. 1, Mar. 1989, s. 14–31.

¹⁹ Zob. R. J. Shiller, A. E. Beltratti, Stock Prices and Bond Yields, „Journal of Monetary Economics”, 30, 1992, s. 25–46; R. B. Barsky, Why Don't the Prices of Stocks and Bonds Move Together?, „The American Economic Review”, Vol. 79, 1989, s. 1132–1145; J. Y. Campbell, J. Ammer, What Moves the Stock and Bond Markets? A Variance Decomposition for Long-Term Asset Returns, „Journal of Finance”, No. 48, 1993, s. 3–37.

²⁰ B. S. Bernanke, K. N. Kuttner, What Explains..., *op. cit.*; M. Ehrmann, M. Fratzscher, Taking stock: Monetary policy transmission to equity markets, „Journal of Money, Credit and Banking”, 36 (4), 2004, s. 719–737.

²¹ R. Rigobon, B. Sack, Measuring the Reaction of Monetary Policy to the Stock Market, „Quarterly Journal of Economics”, 118, 2003(a), s. 639–669.

²² R. Rigobon, B. Sack, Spillovers Across U.S. Financial Markets, NBER Working Paper No. 9640, Cambridge, Mass., 2003(b).

informacji o wybranych zmiennych makroekonomicznych. Balduzzi i in.²³ oraz Bollerslev i in.²⁴ wykazali, że nowe informacje makroekonomiczne w USA są ważnym czynnikiem wpływającym na amerykański rynek obligacji, a Flannery i Protopapadakis, że nowe informacje makroekonomiczne również mają znaczący wpływ na amerykański rynek akcji²⁵. Autorzy, którzy później zajmowali się tą problematyką²⁶, zwracają uwagę na fakt, że relacja między danymi makroekonomicznymi a stopami zwrotów może być w niektórych przypadkach zależna od fazy cyklu, w jakim znajduje się w danej chwili gospodarka, lub też od rodzaju publikowanej wiadomości.

Lattemann analizował związek między polityką pieniężną Bundesbanku a rynkiem kapitałowym w Niemczech w trzech okresach i stwierdził, że korelacja między stopami refinansowania a rynkiem akcji zmieniała się w czasie²⁷. Jednoprocentowa podwyżka stopy dyskontowej w okresie od marca 1973 roku do sierpnia 1984 roku prowadziła do spadku niemieckiego indeksu giełdowego DAX średnio o około 4,68%, w okresie od września 1984 roku do lutego 1992 roku – do wzrostu tego indeksu o około 2,88%, a w okresie od marca 1992 roku do września 1995 roku jednoprocentowa podwyżka stopy dyskontowej powodowała spadek indeksu DAX średnio o około 6,44%.

Ehrmann i in. badali stopień integracji rynków finansowych w USA, w strefie euro oraz między tymi obszarami, i doszli do wniosku, że obserwując zmiany na amerykańskim rynku finansowym można wyjaśnić 25% zmian na rynkach finansowych w strefie euro. Sugerują również, że mechanizmy transmisji impulsów monetarnych na rynkach finansowych są różne dla USA i strefy euro²⁸.

W tabeli 1 zamieszczono syntetyczne zestawienie wyników badań zajmujących się tematyką cen akcji w kontekście polityki pieniężnej.

²³ P. Balduzzi, E. J. Elton, T. C. Green, Economic News and Bond Prices: Evidence From the U.S. Treasury Market, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, 36, 2001, s. 523–543.

²⁴ T. Bollerslev, J. Cai, F. M. Song, Intraday Periodicity, Long Memory Volatility, and Macroeconomic Announcement Effects in the U.S. Treasury Bond Market, „Journal of Empirical Finance”, 7, 2000, s. 37–55.

²⁵ M. J. Flannery, A. Protopapadakis, Macroeconomic Factors do Influence Aggregate Stock Returns, „Review of Financial Studies”, 15, 2002, s. 751–782.

²⁶ Zob. np. A. David i P. Veronesi, Inflation and Earnings Uncertainty and Volatility Forecasts, Working Paper, University of Chicago, 2006.

²⁷ Ch. Lattemann, Zum Zusammenhang zwischen der Kursentwicklung der Aktien am Kapitalmarkt und der Geldpolitik der Deutschen Bundesbank – Transmissionstheoretische und empirische Analyse der Wechselbeziehungen zwischen der Geldmarktpolitik und den Kapitalmärkten, Dissertation, Bremen 1997.

²⁸ M. Ehrmann, R. Rigobon, M. Fratzscher, Stocks, Bonds, Money Markets and Exchange Rates: Measuring International Financial Transmission, NBER Working Papers 11166, National Bureau of Economic Research, 2005.

Tabela 1. Syntetyczne zestawienie wyników badań

Badania	Przedział czasu	Wynik	Metoda
Lattemann (1997)	1) marzec 1973 r. – sierpień 1984 r.	Reakcja indeksu DAX na zmiany stóp procentowych Bundesbank zmienia się w czasie. Dla przedziałów czasu (1) i (3) podwyżka stóp procentowych o 1% prowadziła średnio do spadku indeksu DAX o 4,7% wobec 6,4%, a dla przedziału czasu (2) prowadziła do wzrostu o około 2,9%	Model autoregresyjny (VAR)
	2) wrzesień 1984 r. – luty 1992 r.		
	3) marzec 1992 r. – wrzesień 1995 r.		
Thorbecke (1997)	wrzesień 1974 r. – grudzień 1994 r.	Ekspansywna (restrykcyjna) polityka pieniężna powoduje wzrost (spadek) stóp zwrotu z akcji w USA	Model autoregresyjny (VAR), analiza zdarzeń
Bomfim, Reinhart (2000)	17 maja 1989 r. – 31 grudnia 1998 r.	Istnieje pozytywna korelacja między rentownością bonów skarbowych a niespodziewaną zmianą stóp procentowych w USA	Analiza zdarzeń
Rigobon, Sack (2003b)	3 stycznia 1994 r. – 26 listopada 2001 r.	Wzrost trzymiesięcznych stóp procentowych o 25 pkt. bazowych powoduje spadek indeksu S&P 500 o 1,9% i indeksu Nasdaq o 2,5%	Analiza zdarzeń
Bernanke i Kuttner (2005)	1989–2002	Nieoczekiwana obniżka stóp procentowych o 25 pkt. proc. powoduje wzrost indeksu CRSP o 1%	Analiza zdarzeń
Gurkaynak i in. (2005)	styczeń 1990 r. – maj 2004 r.	Nieoczekiwana podwyżka stóp procentowych o 25 pkt. proc. powoduje spadek indeksu S&P 500 o około 1%	Analiza zdarzeń

Źródło: opracowanie własne.

3. Opis metody i próby badawczej

3.1. Metoda badawcza

W badaniach przedstawionych w tym artykule wykorzystano odmianę modelu autoregresyjnego tworzenia oczekiwań, zaprezentowanego przez Friedmana i Roleya²⁹. Opiera się on na hipotezie, że podmioty gospodarcze ekstrapolują przyszłe wartości wielkości ekonomicznych tylko za pomocą ich rozwoju w przeszłości. Zakłada się przy tym, że podmioty gospodarcze, zdając sobie sprawę z ich niewystarczającego poziomu informacji i z powodu opóźnionych w czasie mechanizmów reakcji (opieszalność, brak zdolności obróbki informacji, koszty transakcyjne), wykorzystują wyłącznie dotychczasowe doświadczenia o historii danej zmiennej w celu tworzenia oczekiwań. Model ten można ogólnie zapisać za pomocą wzoru (1).

$$y_t = \alpha + \beta x_t + \rho[y_{t-1} - (\alpha + \beta x_{t-1})], \quad (1)$$

gdzie:

ρ – współczynnik autokorelacji.

W celu estymacji współczynników modelu opisanego wzorem (1) zastosowano metodę najmniejszych kwadratów (OLS) w przypadku, gdy współczynnik autokorelacji jest równy 0. W pozostałych przypadkach zastosowano metodę Hildretha-Lu³⁰. Jest ona jedną z często stosowanych w literaturze metod do estymacji modeli autokorelacyjnych. Metoda Hildretha-Lu polega na poszukiwaniu takiego współczynnika ρ z przedziału $[-1, 1]$, który minimalizuje sumę kwadratów reszt.

3.2. Dane

Przedmiotem niniejszych badań jest związek między polityką pieniężną Europejskiego Banku Centralnego a europejskim rynkiem akcji w latach 1999–2008. Jako zmienne opisujące politykę pieniężną użyto stóp procentowych podstawowych operacji refinansujących i stóp kredytowych w banku centralnym, opublikowanych na stronie internetowej EBC³¹. Europejski rynek akcji jest modelowany za pomocą indeksu Dow Jones Euro Stoxx 50, który zawiera 50 największych spółek giełdowych strefy euro. Źródłem danych w tym przypadku jest DataStream. Badania przeprowadzono na danych miesięcznych.

²⁹ B. M. Friedman, V. V. Rokey, *Investors' Portfolio Behavior Under Alternative Models of Long-Term Interest Rate Expectations: Unitary, Rational Or Autoregressive*, NBER Working Paper Series, Vol. w0178, 1980.

³⁰ C. Hildreth, J. Lu, *Demand Relations with Autocorrelated Disturbances*, w: *Research Bulletin 276*, Michigan State University Agricultural Experiment Station 1960.

³¹ Europejski Bank Centralny, <http://www.ecb.int>, z 29 stycznia 2009 r. (b).

4. Hipotezy i testy

4.1. Zależność kursów akcji od polityki Europejskiego Banku Centralnego

W pierwszej kolejności sprawdzono związek między polityką monetarną EBC a wartością indeksu Dow Jones Euro Stoxx 50. Teoretyczną podstawą tej analizy jest teoria portfelowa³². Zgodnie z nią obniżenie kosztów refinansowania banków komercyjnych powinno prowadzić do obniżenia stóp oprocentowania na rynku obligacji. Poprzez ekspansywną politykę pieniężną Europejskiego Banku Centralnego odpręża się sytuacja na rynku międzybankowym. Banki komercyjne mają możliwość korzystniejszego refinansowania działalności. Niższe koszty refinansowania wywierają bezpośredni wpływ na stopy oprocentowania na międzybankowym rynku pieniężnym. Ponieważ popyt na tym rynku spada, obniżają się również stopy oprocentowania instrumentów krótkoterminowych. Prowadzi to relatywnie szybko do dopasowania stóp oprocentowania długoterminowych instrumentów finansowych, co wywiera wpływ na decyzje inwestorów z sektora pozabankowego oraz decyzje inwestycyjne i stopień zadłużenia banków na rynku kapitałowym, i przez to również na rynku obligacji.

Niższe oprocentowanie na rynku obligacji sprawia, że ich realne oprocentowanie istotnie spada i w związku z tym podmioty gospodarcze sprzedają te aktywa i inwestują w bardziej ryzykowne instrumenty finansowe, do których należą m.in. akcje. Stopy zwrotu z akcji powinny wzrastać z dwóch powodów:

- 1) ze względu na spadek kosztów kapitału zyski przedsiębiorstw powinny wzrastać (lub straty maleć), co powoduje wypłatę wyższej dywidendy;
- 2) ze względu na wyższy popyt wzrasta kurs akcji.

Wzrost kursów akcji podnosi stopę zwrotu z akcji, co powoduje dalszy wzrost popytu na akcje i dalszy wzrost kursów akcji. Gdy mamy do czynienia z restrykcyjną polityką pieniężną, mechanizm ten działa w ten sam sposób, ale w przeciwnym kierunku.

Zmiana stóp procentowych podstawowych operacji refinansujących EBC (i_{MRO}) lub stóp kredytowych w banku centralnym (i_{MLF}) powinna zatem spowodować zmianę kursów akcji w odwrotnym kierunku, a między polityką pieniężną EBC i rozwojem kursów akcji powinna istnieć negatywna korelacja.

Przyjmując, że podmioty gospodarcze w racjonalny sposób tworzą oczekiwania odnośnie do decyzji banku centralnego w sprawie polityki pieniężnej, decyzje EBC powinny być przez rynek przewidywane i ich wpływ na rynek finansowy powinien być dyskontowany. W takim przypadku polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego nie powinna mieć bezpośredniego wpływu na kursy akcji.

³² H. Markowitz, Portfolio Selection, „Journal of Finance”, Vol. VII, No. 1, 1952.

Hipotezy te sprawdzono na podstawie następujących modeli³³:

Numer modelu	Specyfikacja modelu
(1)	$EUStoxx50 = \alpha + \beta i_{MRO}$,
(2)	$EUStoxx50_t = \alpha + \beta i_{MRO,t} + \rho [EUStoxx50_{t-1} - (\alpha + \beta i_{MRO,t-1})]$,
(3)	$\ln\left(\frac{EUStoxx50_t}{EUStoxx50_{t-1}}\right) = \alpha + \beta(i_{MRO,t} - i_{MRO,t-1})$,
(4)	$\ln\left(\frac{EUStoxx50_t}{EUStoxx50_{t-1}}\right) = \alpha + \beta(i_{MRO,t} - i_{MRO,t-1}) +$ $+ \rho \left\{ \ln\left(\frac{EUStoxx50_{t-1}}{EUStoxx50_{t-2}}\right) - [\alpha + \beta(i_{MRO,t-1} - i_{MRO,t-2})] \right\}$,
(5)	$EUStoxx50 = \alpha + \beta i_{MLF}$,
(6)	$EUStoxx50_t = \alpha + \beta i_{MLF,t} + \rho [EUStoxx50_{t-1} - (\alpha + \beta i_{MLF,t-1})]$,
(7)	$\ln\left(\frac{EUStoxx50_t}{EUStoxx50_{t-1}}\right) = \alpha + \beta(i_{MLF,t} - i_{MLF,t-1})$,
(8)	$\ln\left(\frac{EUStoxx50_t}{EUStoxx50_{t-1}}\right) = \alpha + \beta(i_{MLF,t} - i_{MLF,t-1}) +$ $+ \rho \left\{ \ln\left(\frac{EUStoxx50_{t-1}}{EUStoxx50_{t-2}}\right) - [\alpha + \beta(i_{MLF,t-1} - i_{MLF,t-2})] \right\}$.

W tabeli 2 przedstawiono wyniki estymacji powyższych modeli. Modele autoregresyjne bazujące na absolutnych wartościach zmiennych (model 2 i 6) opisują około 95% zmian indeksu DJ Euro Stoxx 50 w latach 1999–2008.

Tabela 2. Wpływ stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego na ceny akcji

Model	R2	A (statystyka t)	β (statystyka t)	ρ (statystyka t)	Metoda estymacji
1	0,43167	1662,76*** (7,891)	615,39*** (9,467)	–	OLS
2	0,94589	6067,00 (1,356)	206,67** (2,190)	0,9816*** (42,251)	Hildreth-Lu
3	0,03176	-0,0026 (-0,504)	0,0517* (1,967)	–	OLS
4	0,01803	-0,0042 (-0,555)	0,0279 (1,065)	0,3052 (1,017)	Hildreth-Lu

³³ Podobne modele stosuje Lattmann. Zob. Ch. Lattemann, Zum Zusammenhang..., *op. cit.*, s. 77.

cd. tabeli 2

Model	R^2	A (statystyka t)	β (statystyka t)	ρ (statystyka t)	Metoda estymacji
5	0,38035	1314,45*** (4,812)	546,74*** (8,511)	–	OLS
6	0,94831	5796,58* (1,768)	272,60*** (3,242)	0,9752*** (41,529)	Hildreth-Lu
7	0,08164	-0,0017 (-0,333)	0,0736*** (3,239)	–	OLS
8	0,07182	-0,0030 (-0,431)	0,0661*** (2,815)	0,2770 (0,86)	Hildreth-Lu

***, **, * – wyniki statystycznie istotne na poziomie odpowiednio: 1%, 5% i 10%.

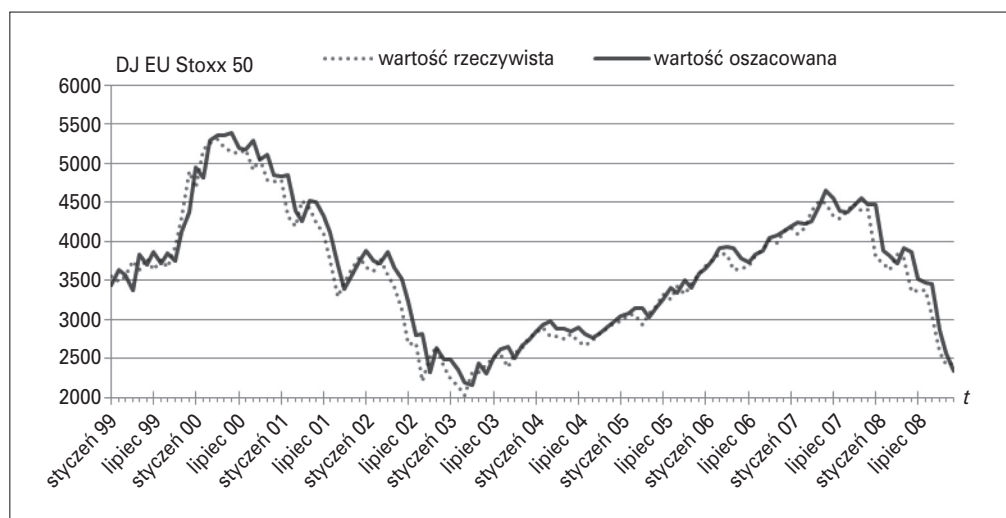
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Datastream (szereg czasowy indeksu) i EBC (szereg czasowe stóp procentowych).

Współczynniki β dla wszystkich modeli mają wartość dodatnią i są dla siedmiu modeli statystycznie istotne. Na tej podstawie można odrzucić hipotezę, że podwyżka (obniżka) stóp procentowych przez EBC ma negatywny (pozytywny) wpływ na europejski rynek akcji. Z tego samego powodu nie można jednak przyjąć hipotezy mówiącej, że polityka pieniężna EBC nie ma wpływu na kursy akcji.

Wartość współczynnika β na przykładzie modelu 6 można interpretować w ten sposób, że podwyżka stopy kredytu w banku centralnym o 1% powoduje wzrost indeksu Euro Stoxx 50 o 272,6 punkta. Przy średniej wartości DJ Euro Stoxx 50 w okresie badawczym wynoszącej 3584,55 punktów odpowiada to wzrostowi o około 7,6%. Rysunek 1 pokazuje rzeczywisty i na podstawie modelu 6 oszacowany przebieg indeksu DJ Euro Stoxx 50.

W celu weryfikacji uzyskanych wyników przeprowadzono również estymację modeli 1–8, modyfikując je w ten sposób, aby zawierały dwie dodatkowe zmienne objaśniające: indeks nastrojów w gospodarce Strefy Euro (European Economic Sentiment Indicator – ESI)³⁴ oraz efektywny kurs walutowy dla Strefy Euro (Effective Exchange Rate: Broad group (41 Partners) – Real CPI). Otrzymane wyniki nie różnią się jakościowo od wyników estymacji modeli 1–8, tzn. potwierdzają wpływ polityki pieniężnej EBC na rynek akcji. Z tego powodu zrezygnowano z ich prezentacji w tym artykule.

³⁴ Indeksu nastrojów w gospodarce Strefy Euro użyto zamiast PKB, którego wartości publikowane są tylko kwartalnie.

Rysunek 1. Rzeczywista i oszacowana na podstawie modelu 6 wartość indeksu Dow Jones Euro Stoxx 50

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Datastream (szereg czasowy indeksu) i EBC (szeregi czasowe stóp procentowych).

4.2. Zależność polityki Europejskiego Banku Centralnego od kursów akcji

Związki przyczynowo-skutkowe między polityką EBC i rozwojem kursów akcji nie są jednak tak jednoznaczne, jakby mogło się to wydawać na pierwszy rzut oka. Bez uwzględnienia instytucjonalnej rzeczywistości polityki pieniężnej w Unii Europejskiej badanie wpływu impulsów monetarnych na rynki finansowe jest niepełne. Na pewno należałoby się zastanowić nad pytaniem, czy EBC za pomocą dostępnych mu instrumentów jest w ogóle w stanie skutecznie wpływać na agregaty pieniężne.

Może to bank centralny reflektuje zmiany zachodzące w sektorze finansowym poprzez podejmowanie działań w przypadku, gdy jego cele nie zostały osiągnięte. Jeżeli np. podaź pieniądza rozwija się niezgodnie z oczekiwaniami, EBC będzie najprawdopodobniej próbował przeciwdziałać temu rozwojowi.

Silne wahania popytu i podaży na rynku akcji mogą mieć znaczący wpływ na rynek pieniężny, bo zmiana popytu na akcje wiąże się ze zmianą podaży pieniądza. Kupno akcji związane jest ze zbyciem innych aktywów, np., gdy inwestor prywatny przegrupowuje swój portfel inwestycyjny z obligacji w akcje. Ale tak samo może nastąpić przegrupowanie z gotówki lub depozytów w akcje. Jeżeli typy aktywów się zmieniają, to ma to wpływ na podaź pieniądza M3, która stanowi podstawę analizy monetarnej EBC i pośrednio może zmusić go do działania.

Ponadto w procesie kreacji pieniądza bierze udział cały sektor kredytowy. Zmiany podaży pieniądza następują dopiero w efekcie działania instytucji kredytowych. EBC nie może jednak za pomocą dostępnych mu instrumentów bezpośrednio wpływać na autonomiczne decyzje tych instytucji.

Przedstawione powyżej związki można tylko częściowo uwzględnić w badaniach empirycznych. Podstawą przeprowadzonej tu analizy jest, z jednej strony, zależność między popytem na pieniądz a rynkiem akcji, a z drugiej strony zależność polityki EBC od rozwoju podaży pieniądza. Dlatego można opisać tylko pośredni związek przyczynowy między polityką EBC a rozwojem kursów akcji. Celem tej analizy jest zbadanie tego pośredniego związku, jednak bez uwzględniania mechanizmów transmisji zachodzących na rynku pieniężnym.

Przedstawione poniżej modele³⁵ mają pomóc w sprawdzeniu tej zależności:

Numer modelu	Specyfikacja modelu
(9)	$i_{MRO} = \alpha + \beta EUS\text{toxx}50,$
(10)	$i_{MRO,t} = \alpha + \beta EUS\text{toxx}50_t + \rho [i_{MRO,t-1} - (\alpha + \beta EUS\text{toxx}50_{t-1})],$
(11)	$i_{MRO,t} - i_{MRO,t-1} = \alpha + \beta \ln \left(\frac{EUS\text{toxx}50_t}{EUS\text{toxx}50_{t-1}} \right),$
(12)	$i_{MRO,t} - i_{MRO,t-1} = \alpha + \beta \ln \left(\frac{EUS\text{toxx}50_t}{EUS\text{toxx}50_{t-1}} \right) +$ $+ \rho \left[(i_{MRO,t-1} - i_{MRO,t-2}) - \left[\alpha + \beta \ln \left(\frac{EUS\text{toxx}50_{t-1}}{EUS\text{toxx}50_{t-2}} \right) \right] \right],$
(13)	$i_{MLF} = \alpha + \beta EUS\text{toxx}50,$
(14)	$i_{MLF,t} = \alpha + \beta EUS\text{toxx}50_t + \rho [i_{MLF,t-1} - (\alpha + \beta EUS\text{toxx}50_{t-1})],$
(15)	$i_{MLF,t} - i_{MLF,t-1} = \alpha + \beta \ln \left(\frac{EUS\text{toxx}50_t}{EUS\text{toxx}50_{t-1}} \right),$
(16)	$i_{MLF,t} - i_{MLF,t-1} = \alpha + \beta \ln \left(\frac{EUS\text{toxx}50_t}{EUS\text{toxx}50_{t-1}} \right) +$ $+ \rho \left[(i_{MLF,t-1} - i_{MLF,t-2}) - \left[\alpha + \beta \ln \left(\frac{EUS\text{toxx}50_{t-1}}{EUS\text{toxx}50_{t-2}} \right) \right] \right].$

Tabela 3 zawiera wyniki estymacji modeli 9–16. Również w tym przypadku modele autoregresyjne, bazujące na absolutnych wartościach zmiennych (model 10 i 14), dają najlepsze rezultaty.

³⁵ Podobne modele stosuje Lattmann. Zob. Ch. Lattmann, *Zum Zusammenhang...*, *op. cit.*, s. 78–79.

Tabela 3. Zależność stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego od cen akcji

Model	R^2	α (statystyka t)	β (statystyka t)	ρ (statystyka t)	Metoda estymacji
9	0,34809	0,8650*** (2,965)	0,0006*** (7,938)	–	OLS
10	0,95489	4,2936 (0,139)	0,0002** (2,617)	0,9978*** (47,820)	Hildreth-Lu
11	0,07455	-0,0018 (-0,106)	0,9159*** (3,083)	–	OLS
12	0,07268	-0,0067 (-0,236)	0,5753** (2,031)	0,4648** (2,256)	Hildreth-Lu
13	0,38035	1,6584*** (5,514)	0,0007*** (8,511)	–	OLS
14	0,94620	1,4484 (0,026)	0,0003*** (2,781)	0,9982*** (43,896)	Hildreth-Lu
15	0,08164	-0,0096 (-0,493)	1,1092*** (3,239)	–	OLS
16	0,08858	-0,0186 (-0,497)	0,7662** (2,365)	0,4735** (2,408)	Hildreth-Lu

***, **, * – wyniki statystycznie istotne na poziomie odpowiednio: 1%, 5% i 10%.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Datastream (szereg czasowy indeksu) i EBC (szeregi czasowe stóp procentowych).

Dla wszystkich modeli współczynniki β są statystycznie istotne. Na tej podstawie należałoby przyjąć hipotezę mówiącą, że ceny akcji mają wpływ na politykę pieniężną EBC. Jednak przy dokładnym przyjrzeniu się modelom 9, 10, 13 i 14, które są w stanie wyjaśnić między 34% a 95% zmian stóp procentowych EBC w latach 1999–2008, można zauważyć, że współczynniki β w tych modelach są tak małe, iż sensowna interpretacja ekonomiczna jest możliwa dopiero, gdy przyrówna się je do zera. Z tego powodu należy odrzucić hipotezę mówiącą, że ceny akcji mają wpływ na politykę monetarną EBC.

Osiągnięte rezultaty poddano weryfikacji, dodając do modeli 9–16 dwie standardowe zmienne objaśniające: indeks produkcji przemysłowej w Strefie Euro³⁶ oraz zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych (HICP) dla Strefy Euro. Również w tym przypadku wyniki estymacji nie różnią się jakościowo od wyników przedstawionych powyżej, tzn. nakazują odrzucenie hipotezy, że ceny akcji mają wpływ na politykę pieniężną EBC. Dlatego tutaj zrezygnowano z ich prezentacji.

³⁶ Indeksu nastrojów w gospodarce Strefy Euro użyto zamiast PKB, którego wartości publikowane są tylko kwartalnie.

5. Podsumowanie

Niniejsze opracowanie miało na celu sprawdzenie związków przyczynowo-skutkowych między polityką pieniężną Europejskiego Banku Centralnego a europejskim rynkiem akcji. Osiągnięte wyniki pokazują, że polityka pieniężna EBC ma wpływ na ceny akcji. Jednak wpływu tego nie da się wyjaśnić za pomocą teorii portfelowej. Wygląda na to, że z punktu widzenia teorii portfelowej Markowitza uczestnicy europejskiego rynku kapitałowego w latach 1999–2008 zachowywali się nieefektywnie. Nie stwierdzono zależności polityki monetarnej od rozwoju cen akcji dla całego okresu badawczego, co umacnia wiarygodność EBC i daje nadzieję, że obniżki stóp procentowych w ostatnim czasie miały tylko charakter incydentalny.

6. Bibliografia

1. Alchian A., Klein B., On a correct measure of inflation, „Journal of Money, Credit and Banking”, 1973, No. 5.
2. Ando A., Modigliani F., Tests of the Life Cycle Hypothesis of Saving: Comments and Suggestions, Oxford Institute of Statistics Bulletin, Vol. xix, May 1957.
3. Ang A., Bekaert G., Wei M., Do macro variables, asset markets or surveys forecast inflation better?, „Journal of Monetary Economics”, Vol. 54, Issue 4, May 2007.
4. Balduzzi P., Elton E. J., Green T. C., Economic News and Bond Prices: Evidence From the U.S. Treasury Market, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, 36, 2001.
5. Barsky R. B., Why Don't the Prices of Stocks and Bonds Move Together?, „The American Economic Review”, 79, 1989.
6. Bernanke B., Gertler M., Agency costs, net worth and business fluctuations, „The American Economic Review”, Vol. 79, No. 1, 1989.
7. Bernanke B. S., Kuttner K. N., What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?, „The Journal of Finance”, No. 3, 2005.
8. Bollerslev T., Cai J., Song F. M., Intraday Periodicity, Long Memory Volatility and Macroeconomic Announcement Effects in the U.S. Treasury Bond Market, „Journal of Empirical Finance”, 7, 2000.
9. Campbell J. Y., Ammer J., What Moves the Stock and Bond Markets? A Variance Decomposition for Long-Term Asset Returns, „Journal of Finance”, No. 48, 1993.
10. David A., Veronesi P., Inflation and Earnings Uncertainty and Volatility Forecasts, Working Paper, University of Chicago, 2006.
11. Dornbusch R., Fischer S., Makroökonomik, Oldenburg 1989.

12. Ehrmann M., Rigobon R., Fratzscher M., Stocks, Bonds, Money Markets and Exchange Rates: Measuring International Financial Transmission, „ECB Working Paper”, No. 452, 2005.
13. Ehrmann M., Fratzscher M., Taking stock: Monetary policy transmission to equity markets, „Journal of Money, Credit and Banking”, 36 (4), 2004.
14. Fisher I., The Purchasing Power of Money, The Macmillan Company, New York 1911.
15. Flannery M. J., Protopapadakis A., Macroeconomic Factors do Influence Aggregate Stock Returns, „Review of Financial Studies”, 15, 2002.
16. Friedman B. M., Rokey V. V., Investors' Portfolio Behavior Under Alternative Models of Long-Term Interest Rate Expectations: Unitary, Rational, Or Autoregressive, NBER Working Paper Series, Vol. w0178, 1980.
17. Friedman M., A Theory of the Consumption Function, National Bureau of Economic Research, Princeton 1957.
18. Genberg H., Lipsky J., Cecchetti S., Wadhvani S., Asset Prices and Central Bank Policy, Centre for Economic Policy Research, London 2000.
19. Goodhart C., Hofmann B., Do asset prices help predict consumer price inflation, „Manchester School Journal”, 68, 2000.
20. Gurkaynak R., Sack B., Swanson E., Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements, International „Journal of Central Banking”, Vol. 1, 2005.
21. Hayashi F., Tobin's Marginal q and Average q : A Neoclassical Interpretation, „Econometrica, Econometric Society”, Vol. 50(1), January 1982.
22. Hildreth C., Lu J., Demand Relations with Autocorrelated Disturbances, w: Research Bulletin 276, Michigan State University Agricultural Experiment Station 1960.
23. Lattemann Ch., Zum Zusammenhang zwischen der Kursentwicklung der Aktien am Kapitalmarkt und der Geldpolitik der Deutschen Bundesbank – Transmissionstheoretische und empirische Analyse der Wechselbeziehungen zwischen der Geldmarktpolitik und den Kapitalmärkten, Dissertation, Bremen 1997.
24. Markowitz H., Portfolio Selection, „Journal of Finance”, Vol. VII, No. 1, 1952.
25. Poterba J., Stock market wealth and consumption, „Journal of Economic Perspectives”, Vol. 14, No. 2, 2000.
26. Rigobon R., Sack B., Measuring the Reaction of Monetary Policy to the Stock Market, „Quarterly Journal of Economics”, 118, 2003 (a).
27. Rigobon R., Sack B., Spillovers Across U.S. Financial Markets, NBER Working Paper No. 9640, Cambridge 2003 (b).
28. Shiller R. J., Beltratti A. E., Stock Prices and Bond Yields, „Journal of Monetary Economics”, 30, 1992.
29. Stock J., Watson M., Forecasting inflation, „Journal of Monetary Economics”, 44, 1999.

30. Tobin J., A General Equilibrium Approach to Monetary Theory, „Journal of Money, Credit, and Banking”, February 1969, 1.

Źródła internetowe:

1. Board of Governors of the Federal Reserve System, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081216b.htm>, 29 stycznia 2009 r.
2. Europejski Bank Centralny, <http://www.ecb.int/press/pressconf/2009/html/is090115.en.html>, 29 stycznia 2009 r. (a).
3. Europejski Bank Centralny, <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>, 29 stycznia 2009 r. (b).

Raje podatkowe jako szczególne miejsca unikania opodatkowania

1. Wprowadzenie

Prawo podatkowe często odgrywa niebagatelną rolę w podejmowaniu decyzji biznesowych, w tym tych strategicznych i mających wpływ na całokształt prowadzonej działalności. Wpływ ten jest wyraźnie widoczny w przypadku tzw. międzynarodowego planowania podatkowego, czyli optymalizacji obciążeń publicznoprawnych, z uwzględnieniem przepisów międzynarodowego prawa podatkowego oraz wewnętrznych rozwiązań poszczególnych państw, zwanych potocznie rajami lub oazami podatkowymi.

Dążenie podmiotów gospodarczych do minimalizowania obciążeń podatkowych ma wpływ zarówno na społeczną, jak i gospodarczą politykę państw. Optymalizacja podatkowa wymusza na krajowym systemie podatkowym jego zmianę przez obniżenie podstaw opodatkowania, zmianę struktury obciążeń fiskalnych nakładanych na przedsiębiorców, udogodnienie procedur koniecznych do pobierania podatków. Ogranicza to swobodę państwa w prowadzeniu polityki podatkowej.

Poszukiwanie przez przedsiębiorców obniżenia kosztów opodatkowania spowodowało zmiany w systemach podatkowych państw. Powstały również wyspecjalizowane podmioty oferujące pełen zakres usług związanych z optymalizacją podatkową, a obejmujący rejestrację spółki w rajach podatkowych, a także pełne wykorzystanie stworzonych przez raje podatkowe możliwości minimalizowania obowiązków podatkowych. Ideałem dla każdego przedsiębiorcy byłoby prowadzenie działalności gospodarczej w takim systemie podatkowym, w którym w ogóle nie ma podatków lub są one niewielkie, ponieważ wysokie podatki i biurokratyczne bariery są często największym hamulcem dynamicznego rozwoju przedsiębiorstw. Wiele krajów świata, aby osiągnąć znaczny rozwój gospodarczy, usunęło biurokratyczne przeszkody, a następnie zredukowało lub zlikwidowało jakiekolwiek formy podatków bezpośrednich odnoszących się do określonego prawnego typu spółek, lub form rezydencji (stałego pobytu).

Celem niniejszego opracowania jest próba odpowiedzi na pytanie, czy raje podatkowe powinny być jednoznacznie kojarzone jako narzędzia do ukrywania

dochodów i miejsca, gdzie prowadzi się pokrętne interesy, czy raczej należy je traktować jako całkowicie legalne instrumenty optymalizacji podatkowej.

2. Raje podatkowe – charakterystyka

Pojęcie rajów lub oaz podatkowych odnosi się, w klasycznym znaczeniu, do krajów, w których przepisy podatkowe są wyjątkowo łagodne dla obcokrajowców i kapitału zagranicznego¹. W piśmiennictwie można spotkać się z klasyfikacją rajów podatkowych według 5 kategorii:

- **pierwsza** – to kraje, w których dochody, przyrost kapitału i majątku nie są opodatkowane (np. Bahrajn, Kajmany),
- **druga** – to kraje, które pobierają podatek dochodowy jedynie według zasad terytorialnych, tj. pobierają podatek dochodowy, ale tylko od dochodów, które wynikają z działalności wewnątrz krajowej; dochody z zagranicznych źródeł są wolne od opodatkowania (Kostaryka, Panama, Hongkong, Haiti, Filipiny),
- **trzecia** – to kraje o niskim opodatkowaniu (Antyle Holenderskie),
- **czwarta** – to kraje, które w przypadkach szczególnych gwarantują ułatwienia podatkowe, np. ulgowe traktowanie określonych spółek (Gibraltar, Jamajka),
- **piąta** – to kraje, które praktykują tzw. przywilej holdingowy (zwolnienie od opodatkowania dywidend)².

Raje podatkowe to miejsca, które charakteryzują się między innymi:

- dogodnym systemem podatkowym, który gwarantuje brak podatków albo niskie opodatkowanie, a państwo jest stroną korzystnych umów o unikaniu podwójnego opodatkowania; w rezultacie umożliwia to unikanie opodatkowania, mogąc jednak stwarzać warunki do podejmowania działań sprzecznych z prawem,
- brakiem kontroli dewizowej i ograniczeń dewizowych,
- stabilnością polityczną i gospodarczą,
- rozwiniętą infrastrukturą,
- ochroną tajemnicy bankowej oraz rozwiniętym sektorem bankowym,
- korzystnym systemem prawnym,
- swobodnym dostępem do kapitału,
- ochroną tajemnicy handlowej³.

¹ Definicja według Międzynarodowego Słownika Podatkowego, Warszawa 1997, s. 474.

² J. Głuchowski, Oazy podatkowe, ABC Dom Wydawniczy, Warszawa 1996, s. 35.

³ T. Lipowski, Raje podatkowe a unikanie opodatkowania, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2004, s. 125.

W literaturze przedmiotu podkreśla się jednak, że chociaż podstawowym kryterium uznania określonego kraju za raj podatkowy jest korzystny system podatkowy, to również inne czynniki nie pozostają bez znaczenia. Dotyczy to ogólnych warunków prowadzenia działalności gospodarczej, jak: stabilizacja ekonomiczna i polityczna, nowoczesne środki łączności, dogodny system prawny.

Do najbardziej znanych jurysdykcji *offshore* należą: Wyspy Bahama, Wyspy Kajmany, Brytyjskie Wyspy Dziewicze, Niue, Wyspy Man i Jersey, Malta, Cypr, Gibraltar, Irlandia i stany Idaho oraz Delaware w USA. Również takie kraje, jak: Wielka Brytania, Lichtenstein, Luksemburg, Szwajcaria, terytorium Hongkong, a nawet Węgry oferują w tym zakresie zbliżone możliwości. W każdym z istniejących obszarów *offshore* istnieje możliwość prowadzenia działalności gospodarczej wolnej od podatku dochodowego lub opodatkowanej niskim podatkiem liniowym lub ryczałtowym. Polityka, jaką stosują władze raju podatkowego, odzwierciedla przekonanie, w myśl którego operacjom zagranicznym powinno towarzyszyć minimum wymogów formalnych. Lokalne przepisy są nastawione na zagwarantowanie swobody przedsiębiorcom, przy równoczesnym dążeniu do zachowania bezpieczeństwa operacji gospodarczych. Każdy z tych rajów cechuje nieco odmienna specyfika dotycząca obciążeń podatkowych i miejscowego prawa. Najłatwiej jest zakładać spółki *offshore* lub inne podobne struktury na terytoriach, których system prawny oparto na systemie angielskim. Stąd też duża popularność spółek rejestrowanych w byłych (np. Bahamy) lub aktualnych (np. Anguilla) terytoriach zależnych od Wielkiej Brytanii.

3. Minimalizacja obciążeń podatkowych przy wykorzystaniu krajów o łagodnym systemie podatkowym

Istotą zjawiska międzynarodowego planowania podatkowego jest wypracowanie takich efektywnych struktur biznesowych, które pozwalają na widoczną minimalizację obciążeń podatkowych. Narzędziem zaś są jurysdykcje podatkowe nakładające niskie podatki dochodowe lub w ogóle z takich podatków rezygnujące, a także odpowiednie postanowienia w umowach o unikaniu podwójnego opodatkowania. Optymalizacja podatkowa z wykorzystaniem rajów podatkowych jest stosowana na szeroką skalę pod każdą szerokością geograficzną. Nieprzypadkowo Kajmany, jeden z rajów podatkowych, są obok Londynu, Frankfurtu nad Menem czy Nowego Jorku jednym z największych centrów finansowych świata, a w Nauru, najmniejszej republice na świecie, pod jednym adresem pocztowym swoją siedzibę zarejestrowało ponad 400 banków⁴.

⁴ W. Kanp, P. Wójcik, Optymalizacja podatkowa z wykorzystaniem jurysdykcji krajów o łagodnym reżimie podatkowym, „Przegląd Podatkowy”, Nr 5/2007.

Sposobów minimalizacji obciążeń podatkowych z wykorzystaniem rajów podatkowych jest co najmniej kilka. Elementem spajającym większość rozwiązań jest dążenie do alokacji osiąganego dochodu w krajach o niskim obciążeniu podatkowym. Z reguły wiąże się to z koniecznością założenia spółki w tym państwie, tzw. spółki *offshore*.

Spółka *offshore* to podmiot, który jest zarejestrowany w raju podatkowym, natomiast centrum jej działalności jest ulokowane poza jego granicami. Raje podatkowe oferują takim podmiotom liczne udogodnienia finansowe i administracyjne.

Idealny obszar dla zakładania spółek *offshore* powinien spełniać następujące warunki:

- niskie koszty założenia i eksploatacji spółki, obciążenia podatkowe 0% lub maksymalnie 5–6% od zysku,
- brak ograniczeń dewizowych,
- łatwo dostępne usługi bankowe wysokiej jakości,
- minimalna ingerencja ze strony miejscowych urzędów,
- maksymalna ochrona aktywów i dyskrecja ze strony urzędów,
- możliwość wydania akcji na okaziciela,
- załatwienie formalności z założeniem spółki bez konieczności osobistej obecności w miejscu jej rejestracji,
- łatwość kierowania spółką nawet z kraju spoza miejsca rejestracji,
- walne zgromadzenia mogą się odbywać gdziekolwiek na świecie.

Wybierając swój „raj”, inwestorzy biorą głównie pod uwagę cel, jakiemu ma służyć rejestracja, jak również takie elementy, jak: struktura podatkowa, polityczna i ekonomiczna stabilizacja, system łączności, system prawny, język, struktura prawna dotycząca poufności informacji, obowiązek prowadzenia księgowości, koszty rejestracji i utrzymania spółki. Generalnym warunkiem wymaganym praktycznie przez wszystkie kraje jest obowiązek posiadania przez firmę siedziby w kraju rejestracji. Najważniejsze warunki tworzenia spółki w wybranych rajach podatkowych prezentuje tabela 1.

Najczęściej stosowane metody wykorzystywania przywilejów, z jakich korzystają spółki *offshore*, polegają na:

- czasowym przeniesieniu dochodów do raju podatkowego. Wyobraźmy sobie aktora, który rozlicza się z dochodu w Polsce. Stwierdza, że podatki przez niego płacone są za wysokie. Oddaje więc swoje prawa do czerpania korzyści, np. z gry w filmach, spółce *offshore* na Antylach Holenderskich, gdzie jest stosowany preferencyjny system podatkowy. Dzięki temu aktor nie płaci podatku od honorariów filmowych. Dzieje się tak do momentu, gdy zdecyduje się na skorzystanie z zysków zgromadzonych przez spółkę

offshore. Podlegają one wtedy prawu polskiemu i muszą być opodatkowane według rodzimych stawek. Moment płatności podatku jest jednak odroczone, co samo w sobie jest oszczędnością,

Tabela 1. Warunki rejestracji i działania spółek *offshore* w wybranych rajach podatkowych

Wyszczególnienie	Wyspy Bahama	Cypr	Panama	Niue	Brytyjskie Wyspy Dziewicze	Jersey
Wymagany kapitał udziałowy	5 000 USD	1 000 CYP	10 000 USD	50 000 USD	50 000 USD	10 000 GBP
Koszty rejestracji + koszty przygotowania firmy do rejestracji	500+200 USD	1700+300 USD	500+200 USD	400+150 USD	500+200 USD	850+300 USD
Roczna opłata skarbową (płacona przy rejestracji i co rok przy składaniu sprawozdania rocznego)	nie	nie	nie	nie	nie	180 USD
Roczny podatek płacony z góry w kraju rejestracji	250 USD	4,2%	150 USD	150 USD	300 USD	800 USD
Roczne opłaty zarządzające, wymagane przez prawo w kraju rejestracji firmy*	800 USD	1450 USD	800 USD	800 USD	800 USD	1050 USD
Podatek od zysków	brak	4,25%	brak	brak	brak	brak
Ujawnienie właściciela	nie	tak	nie	nie	nie	nie
Minimalna liczba udziałowców	jeden	dwóch	jeden	jeden	jeden	dwóch
Sprawozdanie roczne	nie	tak	nie	nie	nie	tak
Prezentacja ksiąg rachunkowych	nie	tak	nie	nie	nie	nie

* prowadzenie ksiąg udziałowców, sporządzanie rocznego sprawozdania dla urzędu rejestrowego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie serwisu internetowego: <http://www.offcen.pl/>, 24 października 2008 r.

- zakupie usług od firmy z raju podatkowego. Spółka zarejestrowana w kraju X o wysokich stawkach podatkowych zleca wykonanie usług firmie Y z raju podatkowego. Rachunek za te usługi zwiększa koszty firmy z kraju X, zmniejszając jej dochód. Co za tym idzie – zmniejsza także podatek od tego dochodu,
- współpracy z firmą *offshore*, która pośredniczy w sprzedaży towarów za granicę. Załóżmy, że firma z kraju X ma zamiar sprzedać towar do kraju Y

za 150 zł, który wcześniej kupiła za 100 zł. Zarabia na tym 50 zł i od tej kwoty powinna zapłacić podatek. Aby tego uniknąć wykorzystuje spółkę z kraju, gdzie podatku dochodowego się nie płaci. Transakcja wygląda teraz tak, że firma z kraju X sprzedaje towar do spółki z raju podatkowego za np. 110 zł. Ta następnie odsprzedaje ten sam towar do kraju Y za 150 zł. Firma z kraju X płaci podatek tylko od 10 zł, a nie jak wcześniej od 50 zł. 40 zł to dochód uzyskany przez firmę *offshore*, który jest wolny od podatku,

- wykorzystaniu umów międzynarodowych dotyczących unikania podwójnego opodatkowania. Załóżmy, że polska spółka postanowiła kupić licencję filmową w USA. Według umowy z tym krajem musiałaby ona zapłacić polskiemu fiskusowi podatek równy 10% wartości opłat licencyjnych. Zakłada ona jednak w Holandii spółkę od niej zależną. Ta kupuje licencję w USA, a następnie odsprzedaje ją do Polski. Zgodnie z polsko-holenderską umową o unikaniu podwójnego opodatkowania, opłaty licencyjne od filmów są wolne od podatku.

Zalety posiadania spółek *offshore* są następujące:

- procedury rejestracji i zarządzania firmą *offshore* pozwalają na osiągnięcie pełnej anonimowości jej faktycznych właścicieli,
- firma *offshore* może zostać użyta jako pośrednik w stosunku do firm zajmujących się importem i eksportem towarów i usług. W ten sposób cały dochód pozostanie w spółce *offshore*, natomiast firma właściwa będzie wykazywać minimalne dochody i płacić minimalne podatki. Spowoduje to, że kapitał (zwolniony od podatku) będzie rósł na koncie bezpodatkowej firmy *offshore*, pozwalając na zwiększenie wysokości inwestycji,
- posiadając spółkę *offshore*, można w niej zamawiać usługi (np. konsultacje), które będą opłacane pieniędzmi firmy krajowej, co pozwoli wykazać mniejszy dochód firmy krajowej,
- zgromadzony kapitał na koncie spółki *offshore* można ponownie zainwestować w kraju jako zagraniczną inwestycję, dodatkowo, o ile są dostępne w danym kraju, można otrzymać ulgi dla zagranicznych inwestorów,
- zarejestrowana firma *offshore* stwarza możliwość założenia w kraju przedstawicielstwa, przez które może się stać udziałowcem krajowych firm.

4. Obszary rajów podatkowych wykorzystywanych przez polskich przedsiębiorców

Z punktu widzenia polskich przedsiębiorców, ze względu na uwarunkowania geograficzne, szczególnie atrakcyjne wydają się jurysdykcje europejskie, uznawane za raje podatkowe, jak: Liechtenstein, Cypr, Gibraltar. Odpowiednie skonstruowanie

relacji: spółka polska – spółka w rajach podatkowych może wiązać się w efekcie z wyraźnym zminimalizowaniem zobowiązań podatkowych polskich podatników.

Przykładem kraju, w którym podatek dochodowy kształtuje się na stosunkowo niskim poziomie, jest Liechtenstein, gdzie funkcjonują tzw. spółki typu Ansalt. Stanowią one wariant pośredni między spółką z o.o. a fundacją, mogąc jednak prowadzić działalność gospodarczą. Spółki te nie płacą podatku dochodowego, a jedynie podatek roczny w wysokości 0,1% wartości aktywów netto spółki.

Przykładem optymalizacji, z uwzględnieniem spółki w Liechtensteinie, jest sprzedaż przez polską spółkę określonych towarów na rzecz Spółki Ansalt w Liechtensteinie z niską marżą. Wynikiem tego jest stosunkowo niski dochód spółki mającej siedzibę na terenie Polski, podlegający opodatkowaniu polskim podatkiem dochodowym od osób prawnych. Rozwiązanie to zakłada, że spółka mająca swoją siedzibę w Księstwie Liechtenstein sprzedaje następnie nabyte towary, stosując marżę na wyższym poziomie. Osiągnięte przez nią z tego tytułu przychody podlegają opodatkowaniu na terenie Liechtensteinu. W związku z faktem, że spółka Ansalt nie płaci w kraju swojej rezydencji podatku dochodowego, realne obciążenie podatkowe z tytułu dochodów uzyskiwanych przez spółkę Ansalt kształtuje się na relatywnie niskim poziomie. Zysk spółki z Liechtensteinu może zostać wyprowadzony ze spółki Ansalt w postaci dywidendy. Przedstawiony schemat nie pozwala jednak w pełni uniknąć konieczności zapłaty podatku dochodowego. Należy bowiem podkreślić, że między Polską a Księstwem Liechtenstein nie została zawarta umowa o unikaniu podwójnego opodatkowania, w związku z tym dywidendy uzyskiwane przez podmioty polskie z terytorium Liechtensteinu podlegają w Polsce opodatkowaniu stawką w wysokości 19%. Przedstawione rozwiązanie wiąże się więc w większym stopniu z możliwością przesunięcia obciążeń podatkowych w czasie niż z możliwością całkowitego uniknięcia opodatkowania.

Księstwo Liechtenstein znajduje się na publikowanej przez Ministra Finansów liście państw i terytoriów stosujących szkodliwą konkurencję podatkową⁵. W związku z tym, w przypadku gdy wartość transakcji ze spółką w Liechtensteinie przekracza próg 20 000 euro, konieczne będzie sporządzenie dokumentacji podatkowej⁶.

Wśród jurysdykcji często wykorzystywanych w procesach optymalizacyjnych znajduje się również Gibraltar. Zgodnie z ustawodawstwem wewnętrznym Gibraltar z lokalnego podatku dochodowego zwolniona jest spółka prowadząca jedynie działalność zagraniczną. Przykładem optymalizacji z uwzględnieniem

⁵ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 16 maja 2005 r. w sprawie określenia krajów i terytoriów stosujących szkodliwą konkurencję podatkową dla celów podatku dochodowego od osób prawnych oraz osób fizycznych (Dz.U. z dnia 30 maja 2005 r.).

⁶ W. Kanp, P. Wójcik, *Optymalizacja podatkowa...*, *op. cit.*

jurysdykcji Gibraltaru jest polska spółka, która alokuje dochód w założonej na Gibraltarze spółce, której udziałowcami są wyłącznie nierezydenci Gibraltaru. Dochód może zostać przetransferowany poprzez sprzedaż towarów przez podmiot polski z użyciem niskiej marży. Do uzyskania zwolnienia z podatku dochodowego na terytorium Gibraltaru konieczne jest prowadzenie przez miejscową spółkę jedynie działalności zagranicznej. Warunek ten jest spełniony w sytuacji, gdy spółka z raju podatkowego odsprzedaje nabyte towary za granicą. W ten sposób spółka z Gibraltaru osiąga wysokie dochody z działalności zagranicznej (poza Gibraltarem), jedynym jej udziałowcem jest spółka z innego kraju. Spółka z Gibraltaru posiada w związku z tym tzw. *exempt status* i w konsekwencji nie płaci w Gibraltarze podatku dochodowego. Spółka z Gibraltaru wypłaca następnie dywidendę spółce będącej jej udziałowcem. Dywidenda ta podlega opodatkowaniu na terytorium Polski. Gibraltar, podobnie jak Liechtenstein, znajduje się na liście państw i terytoriów stosujących szkodliwą konkurencję podatkową.

Zgodnie z ustawodawstwem wewnętrznym Republiki Cypru stawka podatku dochodowego wynosi 10% i należy do najniższych wśród stosowanych przez państwa Unii Europejskiej. Na terytorium Cypru spółki, które zajmują się głównie nabywaniem oraz zarządzaniem udziałami spółek zależnych (spółki holdingowe), często korzystają z licznych zwolnień z opodatkowania, szczególnie związanych z wypłatą dywidendy między spółkami wchodzącymi do holdingu. Zwolnienie, pod pewnymi warunkami, obejmuje także dywidendy otrzymane od zagranicznych spółek zajmujących się głównie działalnością handlową⁷. Należy równocześnie podkreślić, że Cypr, jako jedno z niewielu terytoriów o niskich obciążeniach podatkowych, jest stroną kilkudziesięciu umów o unikaniu podwójnego opodatkowania. W związku z tym kraj ten często jest wykorzystywany jako terytorium, na którym funkcjonują spółki holdingowe, co pozwala minimalizować obciążenia podatkowe w zakresie przepływu dywidendy w ramach grupy spółek. Dywidenda wypłacana z terytorium Cypru może w całości podlegać zwolnieniu z opodatkowania zarówno na Cyprze, jak i w Polsce. Wynika to z faktu, że Republika Cypru, jako członek Unii Europejskiej, korzysta z postanowień tzw. Dyrektywy Parent-Subsidiary⁸, która przewiduje zwolnienie z opodatkowania dywidend wypłacanych między podmiotami będącymi podatnikami podatku dochodowego na terytorium państw

⁷ Ze zwolnienia nie można korzystać m.in. w sytuacji, gdy więcej niż 50% dochodu spółki wypłacającej dywidendę zostanie uznane za dochód z działalności inwestycyjnej (*investment income* – rozumiany jako dochód bierny, np. z tytułu odsetek, należności licencyjnych) oraz, gdy zagraniczny podatek dochodowy płacony przez spółkę wypłacającą dywidendę jest wyraźnie niższy niż obciążenia na terytorium Cypru (przyjmuje się, że podatek ten nie powinien być niższy niż 5%).

⁸ Dyrektywa Rady EWG Nr 90/435/EEC z dnia 23 lipca 1990 r. o wspólnym systemie podatkowym w odniesieniu do spółek-matek i spółek-córek z różnych państw członkowskich (tzw. dyrektywa *Parent-Subsidiary*).

UE (pod określonymi warunkami, m.in. gdy udział spółki otrzymującej dywidendę w kapitale spółki wypłacającej kształtuje się przez dwa lata na poziomie 15%, a od 2009 roku – 10%). W konsekwencji dywidendy wypłacane przez spółkę cypryjską na rzecz spółki polskiej (Polska również implementowała Dyrektywę Parent-Subsidiary) mogą podlegać całkowitemu zwolnieniu z opodatkowania na terytorium Cypru oraz na terytorium Polski.

W sytuacji, gdy wymagania stawiane przez dyrektywę nie zostaną spełnione, a także w przypadku wypłaty dywidendy na rzecz osoby fizycznej, dochód z dywidendy ze spółki cypryjskiej będzie podlegać w Polsce opodatkowaniu na zasadach określonych w przepisach krajowych oraz w umowie o unikaniu podwójnego opodatkowania zawartej między Polską a Republiką Cypru. Zgodnie z umową dywidendy wypłacane na rzecz polskich udziałowców spółki z siedzibą na Cyprze podlegają opodatkowaniu w Polsce, jednakże mogą być również opodatkowane na terytorium Cypru (stawką nie przekraczającą 10% kwoty dywidendy brutto). W większości przypadków Cypr nie pobiera jednak podatku u źródła przy wypłacie dywidendy na rzecz zagranicznych udziałowców miejscowych spółek. Wydawałoby się więc, że w takiej sytuacji polski podatnik (zarówno spółka, jak i osoba fizyczna) nie będzie miał możliwości odliczenia zagranicznego podatku u źródła od kwoty podatku przypadającej do zapłaty na terytorium Polski (gdyż taki podatek nie został faktycznie pobrany).

Warto jednak zwrócić uwagę na fakt, że na gruncie przywoływanej umowy nie jest wykluczona możliwość odliczenia od polskiego podatku kwoty podatku, która byłaby do zapłaty na terytorium Cypru, gdyby Cypr nie rezygnował z poboru podatku (czyli 10%). Mogłoby to mieć istotne znaczenie dla opodatkowania w Polsce dywidend wypłacanych w szczególności na rzecz osób fizycznych, polskich rezydentów (spółki kapitałowe mogą korzystać z Dyrektywy Parent-Subsidiary). Z uwagi na daleko idące wątpliwości interpretacyjne wskazane jest jednak w tej kwestii uzyskanie przez polskich podatników wiążącej interpretacji Ministra Finansów⁹.

5. Działania podejmowane przez OECD wobec rajów podatkowych

Odpowiedzią państw spoza grupy „rajów” na zbyt liberalne systemy opodatkowania dochodów stało się wypracowanie wspólnej polityki zwalczania przyczyn i skutków szkodliwej konkurencji podatkowej, realizowanej przez Organizację Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD). W 1996 roku OECD rozpoczęła działania zmierzające do ograniczenia działalności rajów podatkowych. OECD przyjęła definicję

⁹ W. Kanp, P. Wójcik, *Optymalizacja podatkowa...*, *op. cit.*

raju podatkowego – termin ‘raj podatkowy’ został przypisany do krajów i terytoriów stosujących „szkodliwą konkurencję podatkową”. Od tego też czasu OECD rozpoczęła publikację tzw. czarnych list krajów stosujących szkodliwą konkurencję podatkową. Zostały ustanowione warunki, na jakich państwo lub strefa *offshore* mogą zostać uznane za stosujące szkodliwą konkurencję podatkową, co spowoduje wpisanie na czarną listę. W raporcie z 1998 roku do czynników warunkujących uznanie danego systemu za potencjalnie szkodliwy zaliczono:

- niski poziom podatków lub ich brak w stosunku do określonych rodzajów dochodów,
- brak przejrzystości systemu podatkowego, przez co należy rozumieć niejasność regulacji lub brak nad nimi dostatecznego nadzoru finansowego, stwarzającego w efekcie możliwość uzyskiwania przez niektórych podatników szczególnych przywilejów podatkowych, modyfikujących ustawowe regulacje podatkowe, bez wyraźnego, jednoznacznego określenia kryteriów przyznawania tych przywilejów,
- niechęć administracji danego kraju do uczestniczenia w wymianie informacji podatkowych (a także uchylecia przepisów o tajemnicy bankowej, nawet w przypadkach uzasadnionych podejrzeniem popełnienia przestępstwa) – w szczególności odmowa udzielenia informacji administracjom innych państw o dochodach transferowanych do takiego kraju przez osoby podlegające jurysdykcji podatkowej innych państw¹⁰.

OECD, kontynuując prace nad problematyką szkodliwej konkurencji podatkowej, wydała 26 czerwca 2000 roku raport pt. Postęp w identyfikacji i eliminacji szkodliwej konkurencji. W raporcie tym wskazano potencjalnie szkodliwe reżimy podatkowe państw członkowskich OECD oraz zidentyfikowano terytoria, których ustawodawstwo spełnia kryteria uznania ich za raje podatkowe. Weryfikacja listy OECD, opublikowana 18 kwietnia 2002 roku, wykazała, że po prawie czterech latach intensywnej kampanii na rzecz likwidacji rajów podatkowych na ich wykazie pozostało tylko siedem jurysdykcji: Andora, Liechtenstein, Liberia, Monako, Wyspy Marshalla, Nauru, Vanuatu.

Wobec tych krajów członkowie OECD będą mogli podjąć zharmonizowane działania przewidziane w Raporcie z 1998 roku, dążące do wyeliminowania możliwości wykorzystywania rajów podatkowych przez podatników, przy czym, jak wynikało z wypowiedzi zastępcy sekretarza generalnego OECD, organizacja ta miała nadzieję, że raje podatkowe będą podejmować wysiłki zmierzające do usunięcia ich z listy. Nadzieje te nie były całkowicie bezpodstawne. Wkrótce po opublikowaniu

¹⁰ A. Kośmider, Szkodliwa konkurencja podatkowa – nowy problem światowy, „Biuletyn Skarbowy”, Nr 1/2001.

Listy Niewspółpracujących Rajów Podatkowych dwie kolejne jurysdykcje (Vanuatu – w maju 2003 roku, oraz Nauru – w grudniu 2003 roku) złożyły pisemne deklaracje o chęci dostosowania swoich systemów prawnych do wymogów stawianych przez OECD, czego konsekwencją było usunięcie ich z listy. OECD 9 lutego 2005 roku ogłosiła, że kolejne państwo z Listy Niewspółpracujących Rajów Podatkowych, Andora, przyjęło zaproszenie do rozpoczęcia współpracy na płaszczyźnie Forum.

Podsumowaniem prac Forum było wydanie w 2004 roku raportu o Postępie, konkludującego dotychczasowe prace i dokonania na polu eliminowania szkodliwej konkurencji podatkowej zarówno wśród państw członkowskich OECD, jak i pozostałych. Wynika z niego, że w OECD od 2000 roku uchylono 18 regulacji uznawanych za szkodliwe, 14 z nich zmieniono, a 13 w wyniku dalszych analiz uznano za niespełniające przesłanek szkodliwości. W raporcie została przyjęta także zasada, że stosowanie przez państwa członkowskie OECD działań „antyrajowych” wobec państw z Listy Niewspółpracujących Rajów Podatkowych nie może nastąpić wcześniej niż wobec tych państw członkowskich, które nie zmieniły jeszcze swoich szkodliwych regulacji. Jednocześnie, zgodnie z raportem z 2004 roku, OECD będzie kontynuować współpracę z innymi państwami w celu rozwoju międzynarodowych standardów dotyczących wymiany informacji podatkowych. W ciągu ostatnich kilku lat presja publiczna oraz działania OECD doprowadziły do tego, że wiele terytoriów stosujących szkodliwą konkurencję zgodziło się (przynajmniej teoretycznie) na wymianę znaczących informacji podatkowych oraz likwidację części luk w prawie podatkowym. Spośród wszystkich jurysdykcji, które w raporcie OECD z 1998 roku zostały zidentyfikowane jako raje podatkowe, jedynie Liechtenstein, Liberia, Monako i Wyspy Marshalla nie zgodziły się na żadną współpracę w tej dziedzinie.

Obecnie państwo, aby nie znaleźć się na czarnej liście, musi spełniać dwa główne założenia, a mianowicie:

- 1) wymóg identyfikacji beneficjentów – przejrzystości;
- 2) wymóg efektywnej wymiany informacji.

Krytycy kampanii OECD przeciwko rajom podatkowym zarzucają jej, że jest pełna hipokryzji, biorąc pod uwagę fakt, iż kilka krajów należących do samej organizacji ma zagwarantowany systemem prawnym brak identyfikacji, czy też brak efektywnej wymiany informacji.

6. Podsumowanie

Wyraźne przeciwstawienie interesów podatnika – rozumianych jako dążenie do minimalizowania obciążeń podatkowych – interesom państwa, rozumianych jako jego potrzeby fiskalne, zdaje się wykraczać poza ramy relacji: podatnik–władza podatkowa.

Występowanie rajów podatkowych jest ponadto źródłem kształtowania się i ewolucji wewnętrznego prawa podatkowego, a także ma pewien wpływ na dwustronne umowy podatkowe. Zjawisko to powinno być sygnałem do poszukiwania przez władzę podatkową dialogu z podatnikami. Wykorzystywanie rajów podatkowych przez podatników i w efekcie unikanie opodatkowania wskazuje bowiem na zbyt wysokie obciążenie podatkowe.

Należy wskazać, że pojęcie rajów podatkowych jest stosowane zarówno do tych krajów, które w rzeczywistości mogą służyć jako miejsce, gdzie ukrywa się dochody, jak i do tych, które tak skonstruowały swój system podatkowy, aby skłaniał on inwestorów zagranicznych do prowadzenia swoich operacji za pośrednictwem podmiotu ulokowanego właśnie w takim państwie.

Z jednej strony są to kraje rezygnujące w całości z opodatkowania dochodów, stosujące całkowicie szczelny mechanizm tajemnicy bankowej i odmawiające współpracy w zakresie wymiany informacji podatkowych. Do grupy tej należy wspomniany Liechtenstein, ale też np. Bahrajn i Wyspy Bahama. Z drugiej strony istnieje wiele państw oferujących relatywnie korzystne, w porównaniu z innymi krajami, opodatkowanie dochodów, jak również gwarantujących jednocześnie kontrolę legalności dokonywanych transakcji na potrzeby społeczności międzynarodowej. W tej grupie należałoby umieścić Cypr, Luksemburg i Holandię. Kraje te, chociaż niejednokrotnie określane jako raje podatkowe, nie powinny być oskarżane o sprzyjanie ukrywaniu dochodów. Stanowią za to dobre przykłady państw o systemie podatkowym, w którym można całkowicie legalnie i przejrzysto pod względem prawnym dokonać optymalizacji podatkowej. Dzięki rozwiązaniom przewidzianym w przepisach tam obowiązujących, inwestorzy nie tylko korzystają z dobrodziejstw ich systemów podatkowych, ale mogą jednocześnie korzystać z ułatwień podatkowych wynikających z funkcjonowania wspólnego rynku na obszarze UE (np. zapisów dyrektyw dotyczących opodatkowania dochodów z dywidend, odsetek czy należności licencyjnych).

7. Bibliografia

1. Dyrektywa Rady EWG Nr 90/435/EEC z dnia 23 lipca 1990 r. o wspólnym systemie podatkowym w odniesieniu do spółek-matek i spółek-córek z różnych państw członkowskich (tzw. dyrektywa *Parent-Subsidiary*).
2. Głuchowski J., *Oazy podatkowe*, ABC Dom Wydawniczy, Warszawa 1996.
3. Kanp W., Wójcik P., *Optymalizacja podatkowa z wykorzystaniem jurysdykcji krajów o łagodnym reżimie podatkowym*, „Przegląd Podatkowy”, Nr 5/2007.
4. Kośmider A., *Szkodliwa konkurencja podatkowa – nowy problem światowy*, „Biuletyn Skarbowy”, Nr 1/2001.

5. Lipowski T., Raje podatkowe a unikanie opodatkowania, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2004.
6. Międzynarodowy Słownik Podatkowy, Warszawa 1997.
7. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 16 maja 2005 r. w sprawie określenia krajów i terytoriów stosujących szkodliwą konkurencję podatkową dla celów podatku dochodowego od osób prawnych oraz osób fizycznych (Dz.U. z dnia 30 maja 2005 r.).

Strony internetowe:

1. www.offcen.pl, 3 grudnia 2008 r.
2. www.taxways.pl, 3 grudnia 2008 r.

Wybrane produkty bankowe jako czynnik ograniczania ryzyka w małej i średniej firmie

1. Wprowadzenie

Wśród szerokiej gamy produktów bankowych możemy odnaleźć i takie, które dzięki swojej konstrukcji i przeznaczeniu umożliwiają przedsiębiorcy zmniejszenie lub wyeliminowanie ryzyka towarzyszącego prowadzonej działalności gospodarczej, bądź danej transakcji. Dotychczas większość takich produktów była udostępniana większym przedsiębiorstwom, jednakże, co widać po ofercie instytucji finansowych, małe i średnie przedsiębiorstwa zyskują na znaczeniu. Oferta banków, a także firm leasingowych, factoringowych czy ubezpieczeniowych, jest coraz bardziej rozbudowana i dostosowana do specyfiki tego rodzaju podmiotów.

Celem niniejszego opracowania jest zaprezentowanie wybranych produktów bankowych, które dzięki swojej istocie, konstrukcji, przeznaczeniu i zastosowaniu mogą ograniczyć ryzyko towarzyszące funkcjonowaniu małej lub średniej firmy.

Do grupy produktów finansowych, które bezpośrednio lub pośrednio mogą zmniejszyć ryzyko towarzyszące prowadzonej działalności gospodarczej, można zaliczyć:

- usługi bankowe związane z obrotem gotówkowym (wpłaty do wrzutni nocnych, konwojowanie gotówki),
- gwarancje bankowe,
- faktoring,
- produkty skarbowe (FX Forward, opcje walutowe, swapy),
- inkaso dokumentowe,
- akredytywę.

W dalszej części zostaną przedstawione produkty wyżej wymienione oraz możliwości ich praktycznego zastosowania do ograniczenia ryzyka w małej lub średniej firmie. Dzięki korzystaniu z takich produktów firma może skoncentrować się na prowadzonej działalności i osiąganiu założonych celów w biznesie, na którym zna się najlepiej.

2. Ryzyko w obrocie krajowym

2.1. Obrót gotówkowy (wpłaty zamknięte, konwojowanie gotówki)

Rozliczenia gotówkowe, towarzyszące działalności jednostek gospodarczych, często używających gotówki do regulowania wzajemnych zobowiązań, pociągają za sobą naturalne ryzyko związane z obrotem gotówkowym. Wiele przedsiębiorstw handlowych i usługowych z racji swojej działalności znaczną część wpływów gotówkowych odprowadza do banków, natomiast pobiera gotówkę na wypłaty wynagrodzeń.

Banki wychodzą naprzeciw potrzebom przedsiębiorców w kwestiach związanych z obrotem gotówkowym i zmniejszaniem/eliminowaniem ryzyka z nim związanego. Coraz częściej oferta dotyczy nie tylko wpłaty (w formie otwartej bądź zamkniętej), ale także transportu gotówki od klienta, czy usług związanych z wypłatami gotówki.

Wpłat gotówkowych dokonuje się zazwyczaj za pośrednictwem tzw. Bankowego dowodu wpłaty. Nierzadko banki wymagają, aby banknoty były uporządkowane i odpowiednio opakowane. Dotyczy to jednak przede wszystkim wpłat o dużych wartościach. Istotne jest, że po odejściu od kasy klient nie ma praktycznie możliwości zareklamowania wykonanej operacji. Dlatego ważna jest obecność wpłacającego przy przeliczaniu przez kasjera gotówki oraz odbioru pokwitowania przyjęcia wpłaty, z zamieszczoną odbitką pieczęci banku.

W przypadku dokonywania przez przedsiębiorstwo znacznych, cyklicznych wpłat istnieje możliwość złożenia w banku tzw. Zobowiązania. W takiej sytuacji gotówka wpłacana w kasie (w formie paczki) jest przeliczana pod nieobecność klienta. W przypadku powstania różnic pomiędzy kwotą przeliczoną przez bank a zapisaną przez klienta na etykietce umieszczonej przy banknotach bank zapisuje na koncie klienta faktycznie stwierdzoną kwotę. Dotyczy również fałszyfikatów.

Szczególną formą wpłaty jest wrzucanie pieniędzy do skarbców nocnych. Jest to urządzenie techniczne umożliwiające wrzucenie woreczka z wpłatą, przez specjalną wrzutnię znajdującą się na zewnątrz budynku, do odpowiednio przystosowanego pomieszczenia. Wpłat można dokonywać o każdej porze, skarbiec natomiast otwiera się komisyjnie rano, zaś jego zawartość przelicza się w sortowni.

Innym rozwiązaniem usług bankowych dotyczących wpłat gotówkowych jest inkaso samochodowe. Polega ono na bezpośrednim odbieraniu utargów od przedsiębiorstw, głównie handlowych i usługowych. Inkasenci jednostek prowadzących inkaso samochodowe zgłaszają się zazwyczaj w godzinach wieczornych bezpośrednio do przedsiębiorstw i odbierają wpłaty w formie zamkniętej, w postaci pakietów lub woreczków. Następnie przewożą gotówkę do banku odpowiednio zabezpieczo-

nym samochodem. W tym przypadku banki (bądź wynajęte firmy świadczące tego typu usługi) same gwarantują bezpieczeństwo transportowanej gotówki¹.

Banki coraz częściej zapewniają możliwość dokonywania wpłat zamkniętych w sieci placówek bankowych dodatkowo wspartych siecią całodobowych wrzutni. W trosce o bezpieczeństwo pieniędzy oferują odbiór gotówki z siedziby firmy bądź innych wskazanych miejsc, przejmując na siebie pełne ryzyko związane z transportem gotówki. Klienci korzystający z wpłat w formie zamkniętej mogą liczyć na obsługę poza kolejnością, w wydzielonym pomieszczeniu banku, czy możliwość przeliczania kwoty wpłaty bez konieczności obecności klienta. Warto podkreślić, że ważną cechą usługi wpłat w formie zamkniętej może być szybkie księgowanie gotówki na rachunku klienta, niezwłocznie po jej zdeponowaniu. Ta funkcjonalność usługi sprawia, że zarządzanie gotówką staje się bardziej efektywne.

2.2. Gwarancje bankowe

Charakter i różnorodność prowadzonej przez małe przedsiębiorstwa działalności gospodarczej sprawiają, że często są one zmuszone występować do banków o udzielanie gwarancji za swoje zobowiązania wobec innych jednostek. Banki bowiem, poza tym że udzielają kredytów i pożyczek, mogą przyjmować na siebie określone zobowiązania na wypadek, gdyby dłużnik w terminie określonym w umowie z nich się nie wywiązał.

Gwarancją bankową jest jednostronne zobowiązanie banku gwaranta, że po spełnieniu przez podmiot uprawniony (beneficjenta gwarancji) określonych warunków zapłaty, które mogą być stwierdzone określonymi w tym zapewnieniu dokumentami, jakie beneficjent załączy do sporządzonego we wskazanej formie żądania zapłaty, bank ten wykona świadczenie pieniężne na rzecz beneficjenta gwarancji – bezpośrednio albo za pośrednictwem innego banku².

Innymi słowy, gwarancja bankowa jest pisemnym zobowiązaniem banku do wypłacenia określonemu podmiotowi (beneficjentowi) określonej sumy pieniędzy, w przypadku gdyby kontrahent (zleceniodawca gwarancji) nie wypełnił świadczenia, do którego się zobowiązał. Gwarancja ta jest niezależna od umowy zawartej pomiędzy zleceniodawcą i beneficjentem, jest również zobowiązaniem bezwarunkowym, a więc wynikające roszczenie musi być zaspokojone bez konieczności sprawdzania jego słuszności.

¹ J. Grzywacz, Podstawy Bankowości, wyd. 2, rozszerzone i zaktualizowane, Difin, Warszawa 2006, s. 66.

² Art. 81, Ustawa Prawo Bankowe z dnia 29 sierpnia 1997 r., Dz.U. 2002, Nr 72 poz. 665, ze zm.

Stronami umowy są:

- zleceniodawca, na którego zlecenie bank wystawia gwarancję,
- beneficjent gwarancji, np. bank udzielający kredytu bądź też inny kontrahent,
- gwarant, czyli bank udzielający gwarancji.

Gwarancja bankowa może być bezwarunkowa lub uwarunkowana. Roszczenia wynikające z treści gwarancji bezwarunkowej są regulowane przez gwarantującą bank na pierwsze żądanie beneficjenta. Natomiast beneficjent gwarancji uwarunkowanej, aby otrzymać pieniądze musi udokumentować, że zaistniały warunki objęte gwarancją³.

W Polsce zasady udzielania gwarancji uregulowało prawo bankowe, a w sprawach nieuregulowanych tą ustawą oraz zarządzeniami wykonawczymi Komisji Nadzoru Finansowego mają zastosowanie przepisy kodeksu cywilnego. Podstawą wyróżnienia poszczególnych typów gwarancji jest różnorodność przeprowadzonych transakcji (kontraktów) zawieranych między jednostkami gospodarczymi.

W praktyce jednak do najczęściej spotykanych jej typów należą:

- gwarancja spłaty kredytu (kredytowa),
- gwarancja dobrego wykonania kontraktu,
- gwarancja leasingowa,
- gwarancja płatności (zapłaty),
- gwarancja zwrotu zaliczki,
- gwarancja rękojmi (jakości),
- gwarancja wadialna (przetargowa),
- gwarancja celna (zapłaty należności celnych).

Pośród przedstawionych powyżej typów gwarancji na szczególną uwagę zasługują: gwarancja dobrego wykonania kontraktu, gwarancja płatności, gwarancja zwrotu zaliczki, gwarancja przetargowa i gwarancja celna, gdyż w praktyce są one najczęściej wykorzystywane przez małe i średnie firmy, i mogą się przyczynić do realnego ograniczenia ryzyka towarzyszącego prowadzonej działalności gospodarczej.

Często w praktyce, zwłaszcza we wzajemnych stosunkach między małymi i średnimi przedsiębiorstwami, stosowana jest gwarancja dobrego wykonania kontraktu. W treści takiej gwarancji bank zobowiązuje się do wypłaty określonej sumy pieniężnej (z reguły jest to 10% wartości kontraktu) w przypadku, gdyby zleceniodawca nie wykonał, bądź nieprawidłowo wykonał postanowienia zawartego kontraktu i odmówił zapłaty kar umownych (lub nie mógł ich zapłacić z powodu kłopotów finansowych).

³ Z. Krzyżkiewicz, Operacje banków uniwersalnych, Bankowość. Podręcznik Akademicki, W. Jaworski, Z. Zawadzka, wyd. 2, Poltext, Warszawa 2005, s. 310.

Gwarancja płatności jest bardzo przydatna w warunkach występowania zatorów płatniczych. W jej treści bank zobowiązuje się do zapłaty należności w przypadku, gdyby zleceniodawca nie zapłacił za zakupiony towar lub usługę. Gwarancja ta może w treści zawierać klauzulę pozwalającą na automatyczne zmniejszenie zobowiązania banku z każdą częściową zapłatą za towar lub usługę.

Gwarancja zwrotu zaliczki dotyczy sytuacji, w której bank zobowiązuje się do wypłacenia beneficjentowi równowartości zaliczki w przypadku, gdyby zleceniodawca nie wykonał swoich zobowiązań kontraktowych i nie zwrócił pobranej zaliczki.

Bardzo podobną do gwarancji dobrego wykonania kontraktu jest gwarancja rękojmi, z tym że okres jej ważności upływa z dniem wygaśnięcia uprawnień przysługujących odbiorcy towaru lub usługi z tytułu gwarancji technicznej lub rękojmi.

Z uwagi na fakt, że uczestnicy organizowanych przetargów muszą składać wadium (kaucję) zabezpieczające spełnienie warunków przetargu, zastosowanie ma tzw. gwarancja wadium (przetargowa), dzięki której nie ma konieczności zamrażania środków płynnych. W treści gwarancji bank gwarantuje organizatorowi przetargu, że przedsiębiorstwo składające ofertę (w tym przypadku zleceniodawca gwarancji) nie będzie uchylać się od podpisania kontraktu, gdyby wygrało przetarg. Wystawienie gwarancji przez bank pozwala zleceniodawcy uniknąć wpłaty wadium organizatorów przetargu.

W przypadku gwarancji zapłaty należności celnych (gwarancja celna) bank zobowiązuje się do zapłaty Urzędowi Celnemu kwoty cła za towary przywożone przez zleceniodawcę do kraju (na czas oznaczony lub na stałe) w przypadku, gdyby zleceniodawca nie uiścił tego cła w określonym przepisami terminie.

Bez względu na rodzaj udzielonej gwarancji, jeśli przedsiębiorstwo występuje w roli beneficjenta, istotne jest, aby roszczenie z tytułu niewykonania przez zleceniodawcę gwarancji swoich zobowiązań było prawidłowe. Z tego względu roszczenie to musi być zgłoszone w terminie ważności gwarancji, a do żądania zapłaty dołączone potwierdzenie, że nie nastąpiło wykonanie zobowiązań przez zleceniodawcę. Z reguły z żądaniem zapłaty występuje w imieniu przedsiębiorstwa (w tym wypadku beneficjenta) jego bank⁴.

Jak widać z przytoczonego opisu poszczególnych rodzajów gwarancji, często skorzystanie z takiego produktu przez małe przedsiębiorstwo jest wręcz nieodzwonne, aby mogło ono np. startować w przetargu, czy realizować kontrakt. Poza oczywistymi korzyściami (zabezpieczenie swoich interesów) dla przedsiębiorstwa

⁴ J. Grzywacz, Współpraca Przedsiębiorstwa z Bankiem, wyd. 5, rozszerzone i zaktualizowane, Difin, Warszawa 2006, s. 211.

będącego beneficjentem gwarancji są także korzyści dla przedsiębiorstwa będącego zleceniodawcą wystawienia gwarancji. Do podstawowych korzyści możemy zaliczyć np. brak konieczności zamrażania swoich środków w przypadku startowania w przetargu i skorzystania z gwarancji przetargowej lub większą konkurencyjność na tle przedsiębiorstw, które nie gwarantują jakości swojej pracy, np. poprzez gwarancję należytego wykonania kontraktu, czy gwarancję rękojmi, co może być czynnikiem decydującym dla potencjalnego kontrahenta. Niekiedy wystawienie gwarancji jest warunkiem do ubiegania się o kontrakt czy późniejszą jego realizację, zatem korzystanie z tego produktu bankowego może mieć istotne znaczenie w pozyskiwaniu nowych klientów, czy zawieraniu kontraktów.

2.3. Faktoring

Kolejnym produktem, który pomaga małym lub średnim przedsiębiorcom w ograniczaniu ryzyka związanego z niesolidnymi kontrahentami, jest Faktoring. Jest to instrument finansowy o charakterze rewolwingowym (kredyt rewolwingowy – kredyt odnawialny, tzn. po spłaceniu może być ponownie wykorzystany w granicach limitu), który polega na odpłatnej sprzedaży nieprzeterminowanych i niespornych należności przysługujących wierzycielowi od dłużnika z tytułu zrealizowanych dostaw towarów i wykonanych usług, w celu przyśpieszenia cyrkulacji kapitału. Jest on przydatny dla firm, które nie mogą zaproponować odbiorcom odpowiednio długiego kredytu kupieckiego⁵. Faktoring może pełnić dwie funkcje, być formą finansowania należności oraz gwarancją zabezpieczającą przedsiębiorstwo przed ryzykiem ściągальności należności.

Faktoring nie występuje w jednolitej postaci. W zależności od tego, który z podmiotów: faktor czy faktorant ponosi odpowiedzialność w razie niewypłacalności dłużnika, wyróżnia się factoring właściwy (pełny), bez regresu i niewłaściwy (niepełny), z regresem.

Faktoring niepełny (z regresem) jest to sprzedaż faktorowi wierzytelności handlowej bez ponoszenia przez faktora ryzyka wypłacalności dłużnika, zatem nie zabezpiecza przedsiębiorstwa przed niesolidnymi kontrahentami, nie zmniejsza ryzyka towarzyszącego prowadzonej działalności gospodarczej czy danej transakcji.

Faktoring pełny (bez regresu) – po dokonaniu cesji wierzytelności faktor wypłaca faktorantowi kwotę stanowiącą maksymalnie równowartość tej wierzytelności (najczęściej 80–90% wierzytelności) pomniejszoną o prowizję faktora. Odpowiedzialność faktora w tym modelu często określa się odpowiedzialnością typu *del credere* (odpowiedzialność za cudzy dług). Przejęcie przez faktora ryzyka

⁵ M. Dębniwska, A. Soloma, Bankowość. Produkty. Usługi. Rynek, wyd. 1, Wydawnictwo Uniwersytetu Warmińsko-Mazurskiego, Olsztyn 2003, s. 103.

del credere oznacza w praktyce, że faktor zaczyna odpowiadać względem faktoranta za to, iż dłużnik wykona ciężące na nim zobowiązanie, czyli dokona płatności. Factoring właściwy pociąga więc za sobą większe ryzyko dla faktora, co powoduje, że ten rodzaj faktoringu jest droższy od faktoringu niepełnego (z regresem). Prowizja faktora uwzględnia bowiem również ryzyko ewentualnej niewypłacalności dłużnika⁶.

Atutem faktoringu pełnego jest jego uniwersalność i wszechstronność – jest bardziej elastyczny niż kredyt i daje znacznie większe zabezpieczenie. Oprócz finansowania ta forma faktoringu daje także kompleksowe zarządzanie należnościami oraz profesjonalną windykację. Innymi słowy, faktoring pełny pozwala na uniknięcie kłopotów z wypłacalnością i terminowością kontrahentów.

W Polsce faktoring pełny nie jest tak popularny jak wersja z regresem, czyli ta, w której faktor nie przejmuje pełnego ryzyka niewypłacalności odbiorców klienta. Według Głównego Urzędu Statystycznego w 2007 roku faktoring bez regresu stosowano w Polsce w niespełna jednej trzeciej przypadków (27,6%), a faktoring niepełny – w ponad dwóch trzecich (67,6%); w pozostałych przypadkach wykorzystano wariant mieszany (4,8%). Nie oznacza to jednak, że faktoring pełny jest usługą dostępną tylko dla części polskich przedsiębiorców. Na polskim rynku oferuje się go także firmom o rocznych obrotach poniżej 1 mln zł. Kluczową rolę odgrywa natomiast wiarygodność posiadanych odbiorców – przed podjęciem decyzji o udzieleniu faktoringu pełnego faktoryzy bardzo skrupulatnie sprawdzają wiarygodność odbiorców klienta. Jest to zrozumiałe, ryzykują przecież własnymi pieniędzmi.

Faktoring pełny nie jest usługą tanią, jednak korzyści z przejęcia ryzyka bywają znacznie wyższe niż straty, które można ponieść w razie niewypłacalności odbiorców.

3. Ryzyko handlu zagranicznego

W otwartej gospodarce rynkowej codziennie dokonuje się wielu transakcji, w wyniku których następują płatności w dewizach. Importerzy przekazują płatności za sprowadzone towary, eksporterzy otrzymują należności za wywiezione towary, a oprócz tego rozliczane są płatności z tytułu usług i przepływów kapitału. Istotnym elementem obsługi finansowej przedsiębiorstwa są przeprowadzane za pośrednictwem banków rozliczenia z zagranicznymi partnerami. Towarzyszą one rosnącej wymianie handlowej z wieloma krajami o różnych walutach, zwyczajach

⁶ K. Klimek, Kilka słów o faktoringu, „Przegląd Finansowy Bankier.pl”, Nr 41 (48), z 29 września 2008 r.

oraz zasadach zabezpieczania wiarygodności. Czynniki te powodują powstanie ryzyka w wymianie handlowej, zaś dodatkowym elementem zwiększającym to ryzyko są podlegające wahanom kursy walutowe.

Przyczyną ryzyka walutowego są, niemożliwe do dokładnego przewidzenia, wahania kursów walut. Zmiana kursu waluty krajowej do zagranicznej może stwarzać dodatkowe szanse zwiększenia zysku. Zmiany kursu walutowego, podobnie jak w przypadku wahań stopy procentowej, oddziałują na obie strony bilansu i transakcje pozabilansowe⁷.

Ryzyko walutowe możemy zdefiniować jako możliwość poniesienia strat finansowych na skutek zmian kursów walutowych. Do tej pory, mówiąc o ryzyku walutowym cały czas określaliśmy je jako straty finansowe i w rzeczywistości także w takiej formie się ono najczęściej pojawia, szczególnie w firmach, które nim nie zarządzają, lub też źle zarządzają.

Ryzyko walutowe, często nazywane także ryzykiem kursowym, ponoszą zarówno eksporterzy, jak i importerzy. Na pomoc przedsiębiorcom narażonym na ryzyko walutowe wychodzą banki, które w swojej ofercie mają produkty zabezpieczające przed ryzykiem kursowym. Umożliwiają one uchronienie się przed nieprzewidywanymi i często niekorzystnymi dla przedsiębiorstwa zmianami kursów walut. Produkty skarbowe oferuje dziś większość banków i są dostępne dla praktycznie wszystkich przedsiębiorców chcących zabezpieczyć swoją pozycję walutową. Ogólnie można je podzielić na następujące grupy instrumentów: transakcje terminowe, opcje walutowe, swapy walutowe i struktury opcyjne, przy czym te ostatnie są dość skomplikowanymi zabezpieczeniami.

3.1. Transakcje terminowe (FX Forward)

Istotą transakcji terminowych jest zawarcie umowy kupna lub sprzedaży określonej waluty obcej, ustalonej w dniu dzisiejszym na określoną datę w przyszłości po ustalonym kursie.

FX Forward, czyli terminowa transakcja wymiany walutowej, umożliwia kupno/sprzedaż określonej kwoty waluty zgodnie z przyjętym przez strony terminowym kursem wymiany w ustalonym dniu (z reguły okres pomiędzy datą zawarcia transakcji a datą jej rozliczenia nie może wynieść mniej niż 3 dni robocze i nie więcej niż 2 lata). Transakcja terminowa typu FX Forward zobowiązuje obie strony do jej rozliczenia, niezależnie od poziomu kursów walutowych w dniu jej rozliczenia.

Usługa FX Forward umożliwia precyzyjne zaplanowanie przychodów lub kosztów związanych z wymianą walutową. W dniu zawarcia transakcji klient poznaje

⁷ Z. Zawadzka, Ryzyko Walutowe, Bankowość. Podręcznik Akademicki, W. Jaworski, Z. Zawadzka, wyd. 2, Poltext, Warszawa 2005, s. 818.

kurs wymiany waluty w przyszłości, co całkowicie uniezależnia firmę od zmieniającego się kursu walutowego, a przez to chroni w pełni przed ryzykiem walutowym.

Banki zazwyczaj oferują dwa rodzaje transakcji walutowej typu FX Forward:

- 1) z dostawą – gdzie rozliczenie następuje poprzez zapłatę przez każdą ze stron całej kwoty transakcji;
- 2) bez dostawy – rozliczenie następuje poprzez zapłatę różnicy pomiędzy pierwotną transakcją typu FX Forward oraz transakcją zamykającą.

Zawarte transakcje typu FX Forward można w elastyczny sposób przesunąć w czasie, zmieniając datę realizacji transakcji, rozdzielić ją na dwie lub więcej części. Zazwyczaj zawarcie transakcji typu FX Forward nie wiąże się z żadnymi dodatkowymi opłatami lub prowizjami.

3.2. Opcje walutowe

Opcje walutowe, czyli opcyjne transakcje wymiany walutowej, są umowami pomiędzy nabywcą opcji (posiadaczem) a sprzedawcą opcji (wystawcą), dające prawo, a nie zobowiązanie nabywcy, do kupna (opcja kupna) lub sprzedaży (opcja sprzedaży) instrumentu bazowego (np. kurs wymiany dwóch walut) przed lub w ustalonym dniu w przyszłości po określonej cenie. Kupujący jest jedynie zobowiązany do zapłaty premii sprzedającemu opcję w zamian za nabycie prawa. Z kolei wystawca opcji ma obowiązek kupna lub sprzedaży instrumentu bazowego, jeśli nabywca opcji tego zażąda. Finałowa data, w której opcja może zostać zrealizowana (to, czy opcja będzie zrealizowana, czy nie, leży tylko i wyłącznie w gestii kupującego opcję), nazywana jest datą realizacji lub zapadalności opcji. Jeśli jest to opcja typu amerykańskiego może być ona zrealizowana przed zapadalnością opcji, w przypadku opcji typu europejskiego może być ona zrealizowana tylko w dniu jej zapadalności⁸.

Opcja umożliwia precyzyjne zaplanowanie przychodów lub kosztów związanych z wymianą walutową. W dniu zawarcia transakcji klient poznaje przyszły kurs wymiany waluty, korzystając jednocześnie z pozytywnych dla niego zmian kursu. Dokładne zaplanowanie kursu wymiany walutowej całkowicie uniezależnia klienta od zmieniającego się kursu, co oznacza pełną ochronę przed ryzykiem walutowym⁹.

Rozliczenie opcji może nastąpić na 3 różne sposoby:

- 1) rozliczenie nierzeczywiste (*non-deliverable option*), kiedy rozliczana jest tylko różnica kursowa;
- 2) rozliczenie z fizyczną dostawą waluty po kursie realizacji opcji oraz
- 3) rozliczenie mieszane, polegające na tym, że część kontraktu rozliczana jest z fizyczną dostawą waluty, a pozostałą część rozlicza się gotówkowo.

⁸ J. Grzywacz, Podstawy Bankowości..., *op. cit.*, wyd. 2, s. 223.

⁹ <http://www.polbank.pl/korporacje/fxopcja.html>, z 25 stycznia 2009 r.

Jeżeli chcemy się uchronić przed nieoczekiwanym wzrostem kursu waluty, należy nabyć opcję kupna, natomiast w przeciwnej sytuacji należy kupić opcję sprzedaży.

3.3. Swapy walutowe

FX Swap, czyli swapowa transakcja wymiany walutowej, polega na jednoczesnym zawarciu przez strony transakcji walutowej typu FX Spot oraz przeciwstawnej transakcji walutowej typu FX Forward. Jest to praktycznie najtańszy sposób pozyskania potrzebnej waluty. Transakcje typu FX Swap pozwalają zmienić datę rozliczenia istniejącej transakcji walutowej. Możliwe jest zarówno skracanie czasu trwania istniejących transakcji walutowych, jak również przesunięcie terminu rozliczenia w przyszłość. Banki oferują zazwyczaj dwa rodzaje transakcji walutowej typu FX Swap:

- 1) z dostawą – gdzie rozliczenie następuje poprzez zapłatę przez każdą ze stron całej kwoty transakcji;
- 2) bez dostawy – rozliczenie następuje poprzez zapłatę różnicy pomiędzy pierwotną transakcją typu FX Swap oraz transakcją zamykającą.

Transakcja typu FX Swap zobowiązuje obie strony do jej rozliczenia, niezależnie od poziomu rynkowych kursów walutowych w dniu jej końcowego rozliczenia. Transakcje walutowe typu FX Swap mogą być zawierane w różnych walutach.

FX Swap, czyli swapowa transakcja wymiany walutowej, jest umową pomiędzy dwoma partnerami, na podstawie której wymieniają się oni płatnościami w jednej walucie na płatności w drugiej walucie. Instrument ten jest stosowany najczęściej do zabezpieczenia kredytów lub inwestycji, które są oferowane w niekorzystnej dla inwestora walucie.

Swap jest instrumentem składającym się z trzech elementów: pierwszy z nich to początkowa wymiana kapitałów w jednej walucie na drugą, przy ustalonym kursie (tzw. pierwsza noga swapa). Drugim elementem jest wymiana odsetek podczas trwania swapa i następuje ona albo w regularnych odstępach czasu, albo w dacie końcowej swapa. Ostatni element to wymiana kapitałów po tym samym kursie na końcową datę swapa (tzw. druga noga swapa).

Transakcja ta umożliwia klientowi kupno/sprzedaż określonej kwoty waluty, zgodnie z przyjętym przez strony natychmiastowym kursem wymiany walut, a następnie zamknięcie transakcji pierwotnej transakcją terminową, przy wykorzystaniu terminowego kursu wymiany. Swap walutowy umożliwia pożyczanie potrzebnej waluty w zamian za walutę, którą posiada klient¹⁰.

¹⁰ <http://www.polbank.pl/korporacje/fxswap.html>, z 25 stycznia 2009 r.

Aby uchronić się przed wzrostem kursu należy zająć tzw. długą pozycję w kontrakcie swap (czyli kupno waluty bazowej), natomiast w przeciwnym razie tzw. krótką pozycję w kontrakcie swap (czyli sprzedaż waluty bazowej).

Charakterystyczną cechą transakcji terminowych i swapowych jest symetryczny rozkład ryzyka, tzn. przy zmianach kursów walut możliwości osiągnięcia zysku lub poniesienia straty są jednakowe dla obu partnerów transakcji. W przypadku natomiast opcji rozkład ryzyka jest asymetryczny, tzn. ryzyko nabywcy opcji jest ograniczone do wysokości premii przy nieograniczonych możliwościach zysku, z kolei dla sprzedającego opcje jego możliwości zysku ograniczone są do wysokości premii, natomiast ryzyko jest nieograniczone¹¹.

Niestety ryzyko walutowe nie jest jedyne, jakie towarzyszy stronom kontraktu zagranicznego, które często funkcjonują w różnych obyczajowo i kulturowo otoczeniach, posługują się nierzadko innymi walutami oraz opierają się na innych, czasem sprzecznych przepisach. Podobnie jak w obrocie krajowym przedsiębiorcy współpracujący z kontrahentami zagranicznymi narażeni są na ryzyko związane z ich niesolidnością. Z pomocą przedsiębiorcom w ograniczaniu ryzyka w handlu zagranicznym wychodzą banki, oferując produkty, których konstrukcja daje poczucie bezpieczeństwa obu stronom transakcji. Do takich produktów należą przede wszystkim inkaso dokumentowe i akredytywa.

3.4. Inkaso dokumentowe

Inkaso jest powszechnie stosowanym sposobem rozliczeń w obrotach zagranicznych. Jest to umowa, w której bank zobowiązuje się wobec zleceniodawcy do wydania wskazanej osobie przedmiotu inkasa (np. dokumentów) po otrzymaniu określonej sumy pieniężnej lub po spełnieniu przez nią innego świadczenia, określonego przez zleceniodawcę inkasa. W praktyce zatem wydanie płatnikowi dokumentów następuje w zamian za zapłatę określonej kwoty lub w zamian za zabezpieczenie zapłaty.

Przedmiotem inkasa w obrocie zagranicznym są najczęściej różnego rodzaju dokumenty handlowe potwierdzające dostawy towarów, występują także dokumenty finansowe (czeki, weksle, uszkodzone banknoty). Wyróżnia się:

- inkaso dokumentowe, którego przedmiotem są dokumenty handlowe lub dokumenty handlowe i finansowe,
- inkaso finansowe (proste), którego przedmiotem są różnego rodzaju zawartości pieniężne, np. weksle, czeki, akcje, za wykup których należy zapłacić gotówką¹².

¹¹ J. Grzywacz, *Podstawy Bankowości...*, *op. cit.*, s. 224.

¹² J. Grzywacz, *Współpraca Przedsiębiorstwa...*, *op. cit.*, s. 127.

Korzyści, jakie wynikają ze stosowania inkasa dokumentowego przez małą lub średnią firmę, to w przypadku eksportera stosunkowo małe ryzyko wcześniejszego wydania importerowi towaru przed uiszczeniem zapłaty, łatwiejsze i mniej czasochłonne niż w przypadku akredytywy dokumentowej przygotowanie dokumentów. Eksporter ma łatwiejszy dostęp do kredytu w swoim banku w zamian za możliwość akceptu. Eksporter, jeśli nie zna banku płatnika, może liczyć na swój bank, który sam może dokonać wyboru banku zagranicznego, kierując się opinią o nim, szybkością wykonywanych zleceń, wysokością prowizji oraz usytuowaniem bliskim siedziby płatnika.

W przypadku importera, wybierając tę formę płatności, obniża on koszty wobec wysokich kosztów akredytywy. Importer może być także kredytowany przez eksportera poprzez zastosowanie traty z odroczonym terminem płatności. Płatność następuje po przybyciu towaru, importer ma zatem możliwość renegocjowania warunków płatności i unika czasochłonnej procedury związanej z otwarciem akredytywy.

3.5. Akredytywa

Akredytywa dokumentowa jest uwarunkowaną operacją bankową, w której bank otwierający (importera), na zlecenie importera i zgodnie z jego instrukcjami, podejmuje samodzielne zobowiązanie na rzecz beneficjenta do zapłaty określonej sumy lub zabezpieczenia takiej płatności, pod warunkiem złożenia dokumentów zgodnych z warunkami akredytywy i w terminie jej ważności.

Akredytywa jest uwarunkowaną formą płatności, co oznacza, że bezwzględnym warunkiem otrzymania przez beneficjenta zapłaty jest spełnienie wszystkich postanowień zawartych w tym dokumencie. Niedopełnienie choćby jednego z warunków akredytywy powoduje zawieszenie zobowiązania banku i uruchomienie procedury inkasa w odniesieniu do dokumentów. Beneficjent może podjąć starania, aby importer (czyli zleceniodawca otwarcia akredytywy) przesłał do banku otwierającego zmianę jej warunków, umożliwiającą mu uzyskanie zapłaty lub jej zabezpieczenie.

Istotne dla przedsiębiorstwa jest, że w ramach akredytywy wszystkie strony zajmują się dokumentami, nie zaś towarami lub czynnościami, których dotyczą. Banki zatem oceniają autentyczność dokumentów, ich zgodność z terminami i warunkami akredytywy, nie mają natomiast obowiązku stwierdzenia jakichkolwiek okoliczności niewynikających z dokumentów, np. czy towar został faktycznie wysłany. Podobnie jak w przypadku inkasa dokumentowego, skuteczność akredytywy należy rozpatrywać zarówno z punktu widzenia importera, jak też eksportera. Wydaje się jednak, że jest ona bardziej korzystna, gdy przedsiębiorstwo występuje w roli eksportera¹³.

¹³ *Ibidem*, s. 129.

Zalety akredytywy dokumentowej dla eksportera to nieodwołalność akredytywy, która zabezpiecza go przed ryzykiem odstąpienia importera od transakcji. Poprzez możliwość przeniesienia akredytywy na dostawcę towaru eksporter może sfinalizować transakcję, nie będąc właścicielem towaru, a poprzez skrupulatne spełnienie wymogów akredytywy zapewnia sobie wypłatę często przed otrzymaniem towaru przez importera. Bez zgody eksportera nie ma możliwości wprowadzenia zmian w warunkach akredytywy oraz jej anulowania.

Zalety akredytywy dokumentowej dla importera to zabezpieczenie się przed nieuzasadnioną wypłatą z akredytywy, przy precyzyjnym opracowaniu jej warunków, pewność kontroli bankowej przedłożonych przez eksportera dokumentów, czy możliwość żądania dokumentów wystawionych przez niezależne instytucje (np. świadectwo jakości), co minimalizuje ryzyko otrzymania wadliwego towaru. Importer ma także możliwość wystąpienia do banku o kredyt na sfinansowanie transakcji i nie musi płacić za towar, dopóki ten nie znajdzie się efektywnie w drodze (świadczy o tym dokument przewozowy), stąd pewność realizacji kontraktu w terminie.

3.6. Gwarancje w obrocie zagranicznym

Gwarancje w obrocie zagranicznym pełnią taką samą funkcję jak w obrocie krajowym. Gwarancje takie obarczone są jednak dodatkowym ryzykiem, ze względu na fakt, że ich beneficjentami są podmioty posiadające siedzibę za granicą, a podstawą do ich wystawienia – kontrakty zagraniczne obarczone ryzykiem w obrocie zagranicznym (tj. ryzykiem kraju, ryzykiem transferu, ryzykiem transakcyjnym oraz ryzykiem kursowym). Zasadniczo w obrocie zagranicznym wyróżniamy gwarancje odwołalne i nieodwołalne, bezpośrednie i pośrednie oraz bezwarunkowe i uwarunkowane.

Ze względu na przedmiot gwarancji najczęściej stosowanymi gwarancjami w obrocie zagranicznym są:

- gwarancje kontraktowe,
- gwarancje otwarcia akredytywy,
- gwarancje płatnicze,
- gwarancje udzielenia awału na wekslu.

Gwarancje kontraktowe są najważniejszym rodzajem gwarancji w obrocie zagranicznym. Zabezpieczają one interesy stron wynikające z zawartych kontraktów eksportowych. W zależności od tego, na zlecenie której strony następuje wystawienie gwarancji, wyróżniamy gwarancje eksportowe i importowe. Z punktu widzenia przedmiotu gwarancji gwarancjami kontraktowymi są: gwarancja przetargowa (*bid bond guarantee*), gwarancja należytego wykonania kontraktu (*performance guarantee*), gwarancja zwrotu zaliczki (*advance payment guarantee*).

Może okazać się, że beneficjent żąda od zleceniodawcy przedstawienia gwarancji z określonego banku (banków). Jeśli zleceniodawca nie ma możliwości uzyskania gwarancji bezpośrednio od wymienionych instytucji, może zwrócić się do swojego banku o wystawienie takiej gwarancji, i jednocześnie skontaktowanie się z wymienionymi bankami z wnioskiem o uzyskanie regwarancji, tzn. gwarancji jednego z tych banków, że przy spełnieniu określonych warunków pokryje on należności wypłacone przez gwaranta w związku z udzieloną gwarancją, lub uzyskanie potwierdzenia zobowiązań wynikających z gwarancji bankowej. W razie potwierdzenia roszczenia z tytułu gwarancji mogą być kierowane do banku, który danej gwarancji udzielił, lub do banku, który ją potwierdził, albo do obu banków łącznie.

Co do istoty ryzyka i procedury wystawienia, wystawienie gwarancji w obrocie zagranicznym jest porównywalne do udzielanie kredytu, linii kredytowej. Jeśli gwarancja jest warunkowa i nakłada na bank dodatkowe zobowiązania, dotyczące np. weryfikacji określonych dokumentów, dochodzą do tego jeszcze dodatkowe rodzaje ryzyka, np. ryzyko prawne. Banki podchodzą więc do kwestii wystawiania gwarancji w obrocie zagranicznym w sposób bardzo rygorystyczny¹⁴.

4. Podsumowanie

Ryzyko jest nieodłączną częścią handlu, jednak współpraca z niesolidnymi kontrahentami, nieprzewidywalne kursy walut, ryzykowny kontrakt czy nieodpowiednie zabezpieczenie gotówki niejedną już firmę doprowadziły do upadłości lub postawiły w jej obliczu. Aby uniknąć tej sytuacji, trudne sprawy warto powierzyć takim profesjonalistom, jak banki, firmy faktoringowe, dzięki którym znacznie możemy ograniczyć bądź wyeliminować ryzyko towarzyszące prowadzonej działalności gospodarczej.

W niniejszym opracowaniu przedstawiono wybrane produkty finansowe, które bezpośrednio lub pośrednio mogą zmniejszyć ryzyko towarzyszące prowadzonej działalności gospodarczej. Poprzez usługi bankowe związane z obrotem gotówkowym, jak wpłaty do wrzutni nocnych czy usługi konwojowania gotówki, firma może się zabezpieczyć przed napadem rabunkowym, gdyż minimalizuje czas przetrzymywania gotówki w swojej siedzibie.

Gwarancje bankowe są produktami, które są szczególnie korzystne od strony ich beneficjenta, gdyż z reguły gwarantują mu/zabezpieczają go np. przed niesolidnym wykonaniem robót przez inną firmę. Faktoring natomiast może być pro-

¹⁴ A. Gąsowska, *Operacje zagraniczne*, Bankowość. Podręcznik Akademicki, W. Jaworski, Z. Zawadzka, wyd. 2, Poltext, Warszawa 2005, s. 428.

duktem, dzięki któremu ewentualne ryzyko ściągania należności od niezaufanego kontrahenta przejmie bank bądź wyspecjalizowana firma. Produkty skarbowe, jak FX Forward, opcje walutowe czy swapy walutowe, w prosty, a jednocześnie skuteczny sposób chronią przedsiębiorstwo przed nieprzewidywalnymi i często niekorzystnymi wahaniami kursów walut. Poprzez stosowanie inkasa dokumentowego przez małą lub średnią firmę zabezpiecza się ona (poprzez bank) przed nieuzasadnionym wydaniem towaru – następuje ono tylko wskazanej osobie po otrzymaniu określonej sumy pieniężnej lub po spełnieniu przez nią innego świadczenia, określonego przez zleceniodawcę inkasa.

Akredytywa jest produktem, który bezwzględnie warunkuje otrzymanie przez beneficjenta zapłaty spełnieniem wszystkich postanowień zawartych w tym dokumencie, przez co zabezpiecza obie strony transakcji.

Przedstawione argumenty potwierdzają, że wszystkie opisywane produkty, dzięki swojej konstrukcji i przeznaczeniu oraz przy umiejętnym ich stosowaniu, mogą przyczynić się do znacznego ograniczenia ryzyka towarzyszącego działalności małej lub średniej firmy.

5. Bibliografia

1. Dębniwska M., Sołoma A., Bankowość. Produkty. Usługi. Rynek, wyd. 1, Wydawnictwo Uniwersytetu Warmińsko-Mazurskiego, Olsztyn 2003.
2. Gąsowska A., Operacje zagraniczne, Bankowość. Podręcznik Akademicki, W. Jaworski, Z. Zawadzka, wyd. 2, Poltext, Warszawa 2005.
3. Grzywacz J., Podstawy Bankowości, wyd. 2, rozszerzone i zaktualizowane, Difin, Warszawa 2006.
4. Grzywacz J., Współpraca Przedsiębiorstwa z Bankiem, wyd. 5, rozszerzone i zaktualizowane, Difin, Warszawa 2006.
5. Jaworski W., Zawadzka Z., Bankowość. Podręcznik Akademicki, wyd. 2, Poltext, Warszawa 2005.
6. Klimek K., Kilka słów o faktoringu, „Przegląd Finansowy Bankier.pl”, Nr 41 (48), z 29 września 2008 r.
7. Krzyżkiewicz Z., Operacje banków uniwersalnych, Bankowość. Podręcznik Akademicki, W. Jaworski, Z. Zawadzka, wyd. 2, Poltext, Warszawa 2005.
8. Ustawa Prawo Bankowe z dnia 29 sierpnia 1997 r., Dz.U. 2002, Nr 72 poz. 665, ze zm.
9. Zawadzka Z., Ryzyko Walutowe, Bankowość. Podręcznik Akademicki, W. Jaworski, Z. Zawadzka, wyd. 2, Poltext, Warszawa 2005.
10. <http://www.polbank.pl/korporacje/fxswap.html>, z 25 stycznia 2009 r.

Czas jako jeden z kluczowych czynników zarządzania projektami

1. Wprowadzenie

W ostatnich latach można zaobserwować, że firmy coraz częściej swój styl zarządzania opierają na zarządzaniu projektami. Pozwala im to w systematyczny i uporządkowany sposób organizować pracę swoich pracowników, a także lepiej kontrolować działania i procesy zachodzące wewnątrz organizacji¹. Zarządzanie projektami pozwala również elastycznie podchodzić do zmian zachodzących na rynku i, dopasowując się do nich, stać się bardziej konkurencyjnym.

Przejęcie z tradycyjnego modelu zarządzania na zarządzanie projektowe wymaga wybrania i stosowania odpowiedniej metodologii oraz zmiany podejścia ludzi, nastawienia pracowników i kadry zarządzającej. Zarządzanie projektami określa bowiem sposób wykonania pracy, narzuca określone ramy czasowe, zadania do wykonania, odpowiednie zaangażowanie zasobów. Powoduje również, że decyzje podejmowane są w sposób dynamiczny, a firma może szybciej wdrażać zmiany i nowe rozwiązania. To wszystko przekłada się na efektywność realizowanych przedsięwzięć. Takie podejście pozwala nie tylko właściwie zorganizować poszczególne bieżące zadania, ale również zaplanować kolejne działania w przyszłości.

Definiując projekt, można określić jego charakterystyczne cechy, do których należą: cel, niepowtarzalność, określenie w czasie, złożoność i niezależność od innych działań prowadzonych w organizacji². Jednym z najważniejszych elementów projektu, a zarazem najtrudniejszym w zarządzaniu, jest czas. Właściwe zaplanowanie zadań w czasie przekłada się na odpowiednie dopasowanie zasobów i na określenie właściwego budżetu. Ze zbyt krótkim lub zbyt długim czasem realizacji projektu wiążą się również różnego rodzaju ryzyka, wynikające ze skutków prawnych, finansowych, podatkowych czy biznesowych.

Dopilnowanie realizacji poszczególnych zadań w czasie, monitorowanie wszelkich opóźnień, sygnalizowanie ryzyk i konsekwencji z nich wynikających jest rolą kierownika projektu. Egzekwowanie realizacji poszczególnych zadań

¹ J. M. Meredith, S. J. Mantel Jr, Project Management – a managerial approach, John Wiley&Sons, Inc, USA 2003, s. 6.

² M. Trocki, B. Grucza, K. Ogonek, Zarządzanie projektami, PWE, Warszawa 2003, s. 17–18.

i właściwe planowanie może doprowadzić do realizacji projektu zgodnie z harmonogramem. Niestety większość projektów z góry narażona jest na ryzyko opóźnień wynikających ze złego zaplanowania projektu w czasie. Powszechnym bowiem problemem jest określenie celu projektu i narzucenie czasu jego realizacji, bez analizy czasu trwania poszczególnych zadań, dostępności zasobów, uwarunkowań prawnych czy finansowych przedsiębiorstw, a przede wszystkim usztywnieniem budżetu przeznaczanego na realizację projektu.

Metodologie zarządzania projektami pokazują różnego rodzaju techniki zarządzania czasem, sporządzania harmonogramów, planowania etapów projektu. Narzędzia i programy, takie jak MS Project, pozwalają uwzględniać kalendarz wydarzeń i dostępność zasobów oraz monitorować poszczególne zadania i ich zależność od innych działań. Jednakże bez powszechnej świadomości ludzi pracujących w danej organizacji i skupienia na realizacji zadań w projekcie, nawet najdoskonalsze metody i środki nie są w stanie doprowadzić do zakończenia projektu w czasie.

Realizacja określonego projektu zgodnie z założonym harmonogramem może się wiązać z przekroczeniem, często znaczącym, budżetu przeznaczanego na ten cel. Przyspieszenie pewnych zadań, dostaw materiałów, zaangażowanie dodatkowego personelu czy też zakup usług bądź sprzętu, który pierwotnie nie był zakładany, może wymagać poniesienia dodatkowych nakładów środków finansowych. Jednak w przypadku projektów, gdzie czas nie jest elementem elastycznym i projekt musi być zrealizowany w nieprzekraczalnym terminie, poniesienie dodatkowych kosztów może być dla przedsiębiorstwa opłacalne. Dotyczy to np. projektów nakierowanych na wprowadzenie zmian legislacyjnych, bez których przedsiębiorstwo nie może funkcjonować, bądź zmian, które istotnie wpływają na jego pozycję finansową. W takich przypadkach dotrzymanie terminu jest czynnikiem decydującym, powodującym uelastycznienie innych elementów projektu.

Omówienie całego zagadnienia dotyczącego zarządzania czasem w projekcie, tworzenia odpowiednich harmonogramów, używania odpowiednich technik i narzędzi zarządzania zadaniami czy określania czasu ich trwania jest bardzo trudne, chociaż wiele pozycji w literaturze doskonale te zagadnienia opisuje. Ja chciałabym zwrócić uwagę na kilka istotnych kwestii dotyczących zarządzania czasem w projekcie, które są ważne w codziennej pracy kierownika projektu, oraz podzielić się spostrzeżeniami wyniesionymi z kilkuletniej pracy w tym obszarze.

2. Zarządzanie czasem w projekcie

Przystępując do realizacji projektu, należy określić jednoznaczne rozumienie pojęcia czasu trwania projektu. Powszechnie uznaje się, że jest to czas podany w dniach

roboczych, bez weekendów, urlopów i innych dni wolnych od pracy³. Chodzi o to, aby maksymalnie zbliżyć czas trwania do czasu pracy potrzebnego do realizacji zadań w projekcie. Zdarza się jednak, że termin dostarczenia efektu końcowego projektu jest tak określony, że realizacja zadań, które muszą być wykonane, aby go dostarczyć, musi nastąpić w dniach uznawanych jako wolne od pracy. Można to szczególnie zaobserwować w przypadkach, kiedy pewne zadania mogą mieć znaczący wpływ na zakłócenie bieżącej pracy ludzi czy funkcjonowanie systemu (np. testy systemów na środowisku produkcyjnym). Występują też sytuacje, że w dni pierwotnie wolne od pracy nadrabiane są opóźnienia bądź niedociągnięcia. Takie założenie powinno być zaakceptowane i zakomunikowane wszystkim członkom zespołu projektowego.

Przy określeniu czasu trwania projektu należy również wziąć pod uwagę, jak poszczególne osoby wyznaczone do projektu są w niego zaangażowane. Często poświęcają na niego tylko x procent całego swojego czasu pracy. Praca w projekcie jest bowiem jedną z wielu czynności realizowanych w ciągu dnia. Zatem może się okazać, że jedno zadanie wykonywane przez jedną osobę zajmie efektywnie jedną godzinę, ale będzie zaplanowane na 3 dni robocze. Należy jednak pamiętać, że nie zawsze istnieje bezpośrednia, liniowa zależność między ilością zaangażowanych zasobów a czasem trwania działania. Dodawanie do działania zasobów, aby skrócić faktyczny czas jego trwania, może, ale nie musi, być skuteczne. Czasami, czyniąc tak, utrudniamy tylko pracę bądź stwarzamy ryzyko nieporozumień, a nieraz nawet opóźnień.

Przydzielenie zasobów, określenie szacunków poszczególnych zadań, określenie zależności pozwoli obliczyć czas trwania zadania. Wyliczenia będą się różnić w zależności od tego, czy dane zadanie będzie ograniczone czasowo, czy zasobowo⁴. Dlatego planowanie w projekcie jest niezwykle istotne. Stworzenie planu projektu w dużej mierze ma odzwierciedlenie w późniejszym jego przebiegu.

Niezwykle istotne jest stworzenie takiego planu projektu, który uwzględni urlopy poszczególnych członków zespołu projektowego, dni świąteczne, od dawna planowane konferencje, szkolenia, czy inne wydarzenia powodujące niedostępność zasobów pracujących przy projekcie oraz wspomnianą wyżej dyspozycyjność w ramach danego projektu. Narzędzie takie jak MS Project pozwala szybko sprawdzić, czy przypisanie osób do danego zadania nie koliduje z ich urlopami i dniami wolnymi od pracy, co więcej, pozwala monitorować obciążenie zasobów, co jest potencjalnym sygnałem niewykonania określonych zadań w tym samym

³ R. Wysocki, R. McGary, *Efektywne zarządzanie projektami*, wyd. 3, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2005, s. 145.

⁴ N. Mingus, *Zarządzanie projektami*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2002, s. 133.

zakładanym czasie. Szczególnie, jeżeli zadania są tej samej rangi, a dany zasób jest w całości dedykowany do ich wykonania.

Plan projektu powinien również pokazywać powiązania między poszczególnymi zadaniami i wskazać, jak opóźnienie lub skrócenie jednego zadania wpływa na inne działania. Najlepiej odwzorowuje ten typ zależności wykres Gantta, powszechnie stosowany w zarządzaniu projektami. Uwzględniając w planie projektu zależności, możemy wyodrębnić ścieżkę krytyczną, dzięki której możemy obserwować, jak zakończenie projektu jest uzależnione od poszczególnych zadań.

Każda faza powinna zawsze być zakończona w przewidzianym dla niej terminie⁵. Na podstawie założeń terminowych oraz/lub szacunków wytycza się maksymalny możliwy czas trwania poszczególnych pakietów roboczych, aż do osiągnięcia następnego kamienia milowego, i dodaje się bufor czasowy.

W dyskusji z osobami odpowiedzialnymi za pakiety robocze i zasoby dokonuje się szacunku niezbędnych nakładów pracy na podstawie dotychczasowych doświadczeń. Potrzebna moc przerobowa zależy oczywiście od dostępności zasobu. Określa się ją więc jako procentowy udział tego, co dany zasób może wykonać w danym czasie.

Inny wariant zakłada, że z doświadczenia w pracy przy innych pakietach roboczych wynika, iż nakład pracy należy szacować tak, jak gdyby praca była powierzona tylko jednemu zasobowi. Uwzględniając dostępność zasobu, oblicza się wymagany czas trwania, przy czym nie wolno zapominać o wyliczeniu dostępnej w projekcie mocy przerobowej i o urlopie zasobu.

Czas trwania działania jest zmienną losową. Skoro nie możemy precyzyjnie określić, jak poszczególne czynniki wpłyną na czas trwania działania, to nie możemy dokładnie jego przewidzieć. Najlepiej jest prognozować czas trwania działania podzielonego na zadania – szacunki wykonane na poziomie elementów składowych działania są bardziej precyzyjne, tj. charakteryzują się mniejszą zmiennością. Wtedy prognozy wykonane na etapie planowania projektu są możliwie najbardziej dokładne. W miarę kończenia kolejnych zadań możemy uściślać prognozowane czasy trwania dalszych działań.

Na rzeczywisty czas trwania działania mogą wpływać różne czynniki, np. umiejętności zaangażowanych osób. Każda osoba ma inny poziom umiejętności, wiedzy i doświadczenia, dlatego wyznaczanie średniego czasu wykonania zadania może być często błędnym założeniem, przekładającym się na opóźnienia w realizacji zadań. Nie jesteśmy też w stanie przewidzieć wszystkich okoliczności, jakie mogą wystąpić w czasie trwania projektu i wpłynąć na jego przebieg. Sporządzenie

⁵ W. Lessel, Zarządzanie projektem. Jak precyzyjnie zaplanować i wdrożyć projekt, Wydawnictwo BC Edu, Warszawa 2008, s. 40.

listy ryzyk też nie jest gwarantem wyeliminowania wszystkich potencjalnych problemów. Na czas trwania zadania może również wpłynąć efektywność czasu pracy. Po każdym oderwaniu się od pracy, gdy wracamy do przerwanych działań, musi upłynąć pewien czas, abyśmy powrócili na właściwy poziom wydajności. Nie możemy kontrolować częstości ani czasu przerw w pracy, ale wiemy, że na pewno one będą. Przy dużych i skomplikowanych projektach możemy napotkać błędy i nieporozumienia. Ich naprawianie bądź wyjaśnianie może niekiedy znacząco wpłynąć na czas. Ale nawet, jeżeli wyeliminujemy wpływ wszystkich powyższych czynników, to czas trwania tych samych działań wciąż będzie różny, bez żadnego konkretnego powodu i będzie wynikał z naturalnych odchyień w planowaniu czasu. Przyczyną takiego stanu rzeczy jest zmienność statystyczna, wynikająca stąd, że czas trwania działania jest zmienną losową. To zróżnicowanie jest naturalne i nie możemy zrobić niczego, aby je wyeliminować.

Pomocna w planowaniu zadań w projekcie i czasu ich trwania jest dokładna dokumentacja prowadzona dla każdego projektu, która dostarcza danych historycznych, na jakich mogą opierać się przyszłe szacunki. W każdym projekcie można wyróżnić i rejestrować wiele istotnych czynników, jak porównanie zakładanego i rzeczywistego nakładu pracy, liczba zgłoszonych problemów oraz średni czas potrzebny na ich rozwiązanie, czy liczba odchyień od harmonogramu, raportowana na poszczególnych etapach realizacji projektu, ze wskazaniem średniego czasu utrzymywania się owych odchyień⁶.

Planowanie i oszacowanie czasu projektu może wspomóc także wykorzystanie rad ekspertów zewnętrznych, jeżeli w danej organizacji nie ma danych historycznych, albo nikt inny nie miał do czynienia z podobną technologią⁷.

3. Przyczyny opóźnień w projekcie i działania minimalizujące te opóźnienia

Jak już wspomniano, wiele czynników może mieć wpływ na czas projektu i różne mogą być powody, że projekt może nie być zrealizowany w planowanym czasie. W swojej dotychczasowej pracy w zarządzaniu projektami miałam do czynienia z wieloma opóźnieniami terminów zakończenia projektu, ale również z przykładami dużych i skomplikowanych projektów, gdzie czas wdrożenia został dotrzymany.

Jednym z podstawowych powodów opóźnienia projektów jest złe zarządzanie i słaba kontrola działań wykonywanych w ramach tego projektu. Nie wystarczy sporządzenie planu projektu i jego zakomunikowanie członkom zespołu projek-

⁶ D. Bolles, *Centra doskonałości w zarządzaniu projektami*, PROED, Warszawa 2007, s. 50–51.

⁷ R. Wysocki, R. McGary, *Efektywne zarządzanie...*, *op. cit.*, s. 148–154.

towego. Nie wystarczy rozpisanie poszczególnych zadań i wyjaśnienie zależności między nimi. Najważniejsze jest dopilnowanie, aby działania te zostały wykonane w odpowiednim czasie przez odpowiedzialne za to osoby. Nietrzymanie jednego z terminów często staje się przyczyną kolejnych opóźnień, a w efekcie całego projektu. Monitorowanie i kontrola poprawności i terminowości wykonania zadań należy nie tylko do obowiązków osoby, za to zadanie odpowiedzialnej, ale także lidera odpowiedzialnego za dany pakiet zadań, a przede wszystkim kierownika projektu. Małe opóźnienia powinny być już sygnałem do weryfikacji sytuacji i opracowania planu awaryjnego. Opóźnienia kluczowych zadań już na wczesnym etapie powinny być raportowane i eskalowane do odpowiednich osób w strukturze projektu, aby w najwcześniejszym stadium rozpoznać przyczyny tych opóźnień i zminimalizować ich negatywne skutki.

Co jednak powoduje, że ludzie odpowiedzialni za dane zadanie nie wykonują go na czas? W wielu przypadkach jest to brak motywacji tych osób do działania i brak świadomości na temat rangi i wagi zadania. Osoby, dla których praca w projekcie jest działaniem dodatkowym, a rozliczani są za realizację swoich standardowych zadań, nie będą przedkładały działań projektowych nad bieżące prace, szczególnie jeżeli bezpośredni przełożony nie wspiera i nie motywuje pracownika do tych działań. Brak motywacji pracowników może być ważnym powodem opóźnień. Osoba realizująca projekt musi wiedzieć, jaki jest jego cel, co ma być efektem końcowym, jaka jest jej rola, ale również bardzo ważne jest podkreślenie, jak ten projekt będzie oddziaływał na pracę tej osoby, na jej doświadczenie zawodowe. Pozytywne nastawienie uczestników projektu ma wpływ na to, czy osobom tym będzie chciało się nie tylko realizować zadania, ale również pokonywać trudności, znajdować nowe rozwiązania czy dzielić się swoimi umiejętnościami.

Problemem i dużym zagrożeniem dla czasu realizacji projektu może być również zbyt duże obciążenie zasobów. Osoby nawet bardzo zmotywowane i bardzo chętne do działania mogą nie wywiązywać się terminowo ze swoich zadań, jeżeli mają ich zbyt dużo. Ważne jest, aby w każdym przypadku sprawdzić ilość pracy przydzielanej w ramach projektu poszczególnym osobom i zweryfikować liczbę codziennych obowiązków. Taka weryfikacja pozwoli zminimalizować ryzyko opóźnień, ale niestety zdarza się ona bardzo rzadko. W wielu organizacjach projekty są traktowane jako ważne, ale nie docenia się wysiłku i pracy, którą należy włożyć w ich realizację. Często też projekty mają niższą rangę niż codzienne standardowe obowiązki i zadania, dlatego też niedoszacowanie zasobów lub też ich przeciążenie jest jednym z powodów porażki projektu.

W terminowej realizacji projektu bardzo ważną rolę odgrywa zarząd projektu. Brak wsparcia i zainteresowania działaniami, brak reakcji w przypadkach poszczególnych opóźnień świadczy o niskiej randze projektu, pokazuje, że są

dozwolone wszelkie odchylenia od przyjętego harmonogramu, oraz powoduje, że spada motywacja ludzi i ich zaangażowanie w działanie. Rolą zarządu projektu jest egzekwowanie określonych działań, wspieranie i pomoc przy rozwiązywaniu problemów, podejmowanie decyzji w kwestiach strategicznych. Niejednokrotnie opóźnienia mogą wynikać właśnie z braku decyzyjności czy być spowodowane długim czasem oczekiwania na akceptację ze strony zarządu projektu, dlatego zawsze należy działania akceptacyjne umieszczać w harmonogramie projektu i egzekwować je na równi z innymi zadaniami.

Założenia dotyczące projektu (jego zakres czy cel) mogą również być przyczyną opóźnień. Planowanie projektu, jego zadań i czasu realizacji powinno być poprzedzone dokładną analizą stanu faktycznego i powinno uwzględniać wszelkie prace, wykonywane w ramach projektu. Brak jasno sprecyzowanego celu projektu powoduje, że jego zakres się zmienia, gdyż zmieniają się koncepcje dotyczące tego, co projekt ma dostarczyć. W efekcie okazuje się, że zaplanowane zadania trwają dłużej, jest ich więcej oraz powstają nieporozumienia i błędy spowodowane brakiem tej samej świadomości u wszystkich osób uczestniczących w projekcie. Problemem jest również zbyt duży zakres projektu, to znaczy, gdy przy okazji jednego projektu chcemy zrealizować dodatkowe zadania, niekoniecznie wchodzące w zakres pierwotnie planowany, lub gdy stawiane założenia są nierealne do zrealizowania w rzeczywistych warunkach danego przedsiębiorstwa czy organizacji. Takie podejście powoduje, że ludzie wykonują zbędne dodatkowe działania nie wnoszące żadnego efektu, a wpływające na opóźnienia w realizacji innych pilniejszych zadań.

Powodem opóźnień mogą być również zdarzenia losowe, jak choroba uczestnika projektu, problemy z dostawcą zewnętrznym, etc., które zawsze mogą wystąpić i na które nie mamy wpływu.

W przypadku powstania opóźnień na zadaniu lub pakiecie zadań możliwe jest wprowadzenie kilku zmian, które czasami, choć nie zawsze, mogą zminimalizować lub całkowicie wyeliminować opóźnienie w realizacji całego projektu. Jak wspomniano, pierwszym zasadniczym elementem jest monitorowanie i raportowanie opóźnień, a w przypadkach, gdy jest to konieczne, eskalowanie ich i uzyskiwanie akceptacji dotyczącej danych rozwiązań. Jeżeli z określonych przyczyn projekt bezwzględnie musi być zakończony w ustalonym terminie, a powstają opóźnienia, które mogą utrudnić realizację tego założenia, konieczne jest zastanowienie się nad reorganizacją projektu i jego poszczególnych zadań. W pierwszej kolejności należy zastanowić się nad zakresem projektu i jego złożonością, i określić, czy wszystkie założenia projektu muszą być bezwarunkowo zrealizowane. W miarę możliwości należy w takich przypadkach ograniczyć zakres projektu i wszystkie założenia, określane jako *nice to have*, wyjąć z jego planu realizacji.

Można również zastanowić się nad wykorzystaniem dodatkowych zasobów finansowych i osobowych, dzięki którym można byłoby przyspieszyć realizację zadań. Oczywiście takie rozwiązanie może mieć miejsce tylko i wyłącznie wtedy, kiedy pozwala na to budżet projektu bądź, jeśli zarząd projektu świadomie zaakceptuje takie działanie. Jest to szczególnie akceptowalne, kiedy termin zakończenia jest nadrzędny w stosunku do innych elementów projektu.

Zminimalizować opóźnienia można również pracując w dni wolne od pracy lub poprzez przeorganizowanie projektu. W tym drugim wypadku można zastanowić się, które działania powinno się wykonać jako pierwsze, gdyż wpłyną one pozytywnie na przebieg projektu, a które działania przekazać do realizacji na zewnątrz przedsiębiorstwa. Rozwiązaniem, jakie można zastosować, chociaż nie zawsze jest ono zalecane, jest rezygnacja z niektórych zadań projektowych, np. ograniczenie do minimum tworzenia dokumentacji projektowej czy skrócenie ścieżki akceptacji.

Podsumowanie tych rozważań przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1. Powstawanie przyczyn opóźnień i podejmowanie działań zapobiegających tym opóźnieniom

Przyczyny opóźnień	Działania łagodzące i zapobiegające przyczynom opóźnień
Źle sprecyzowany cel i zakres projektu	jasno sprecyzowany cel i zakres projektu
	usztynwienie zakresu projektu
	dokładne określenie zadań w dokumentacji projektowej
	koncentracja osób uczestniczących w projekcie na realizacji zadań wynikających z planu projektu
	w miarę potrzeb reorganizacja projektu
Zła kontrola i zarządzanie projektem	stworzenie w miarę możliwości dokładnego planu projektu
	odpowiedzialne działanie kierownika projektu i leaderów grup projektowych
	bieżące monitorowanie postępów w projekcie, podejmowanie odpowiednich działań, a w miarę potrzeb raportowanie opóźnień
Mała motywacja osób uczestniczących w projekcie	stworzenie uczestnikom projektu odpowiednich warunków rozwoju poprzez uczestnictwo w projekcie
	przedstawienie uczestnikom projektu korzyści dla nich samych
Zbyt duże obciążenie osób uczestniczących w projekcie	weryfikacja zadań pod kątem konieczności ich wykonania i przypisania do odpowiednich osób
	nadanie odpowiednich priorytetów poszczególnym zadaniom
	oddelegowanie pracowników tylko do realizacji zadań projektowych
	delegowanie do projektu dodatkowych zasobów

cd. tabeli 1

Przyczyny opóźnień	Działania łagodzące i zapobiegające przyczynom opóźnień
Brak wsparcia i zainteresowania projektem ze strony zarządu projektu	podejmowanie odpowiednich decyzji przez zarząd projektu
	monitoring i kontrola planu projektu oraz działań kierownika projektu
	udzielanie wsparcia i motywowanie uczestników projektu
Zdarzenia losowe	stworzenie rejestru potencjalnych ryzyk i problemów oraz metod ich rozwiązania

Źródło: opracowanie własne.

We wszystkich przypadkach powstawania opóźnień i w działaniach minimalizujących te opóźnienia należy pamiętać o zachowaniu jakości działań i efektów projektów. Dążenie do dotrzymania terminów musi iść w parze z jakością. W przypadku, gdy nie uda się tych dwóch elementów skoordynować, należy się zastanowić, który czynnik jest istotniejszy.

4. Czas a budżet projektu

Podstawowym miernikiem sukcesu projektu jest jego realizacja w ramach ustalonego budżetu i w określonym czasie. Nie zawsze się to jednak udaje, gdyż opóźnienia projektu pociągają za sobą zmiany w budżecie. Z jednej strony wykonanie zadań w terminie może wymagać zaangażowania dodatkowych zasobów osobowych. A wtedy trzeba sfinansować czas pracy osób, które nie były planowane w tym projekcie, i jednocześnie uwzględnić fakt, że osoby te nie wykonają innych działań w czasie, który będą musiały poświęcić na projekt. Opóźnienia powodują również konieczność dalszego finansowania pracy osób do tej pory uczestniczących w projekcie.

Należy przewidzieć, że w przypadku opóźnień może zaistnieć konieczność pokrycia dodatkowych kosztów wynajmu sprzętu, urządzeń, budynków, potrzeba zakupu dodatkowych materiałów, pozyskania nowych dostawców czy uzyskania nowych licencji. Podsumowując, dodatkowy czas w realizacji projektu może generować dodatkowe koszty, ale także dochowanie pierwotnie zaplanowanego terminu może spowodować dodatkowe inwestycje i wydatki.

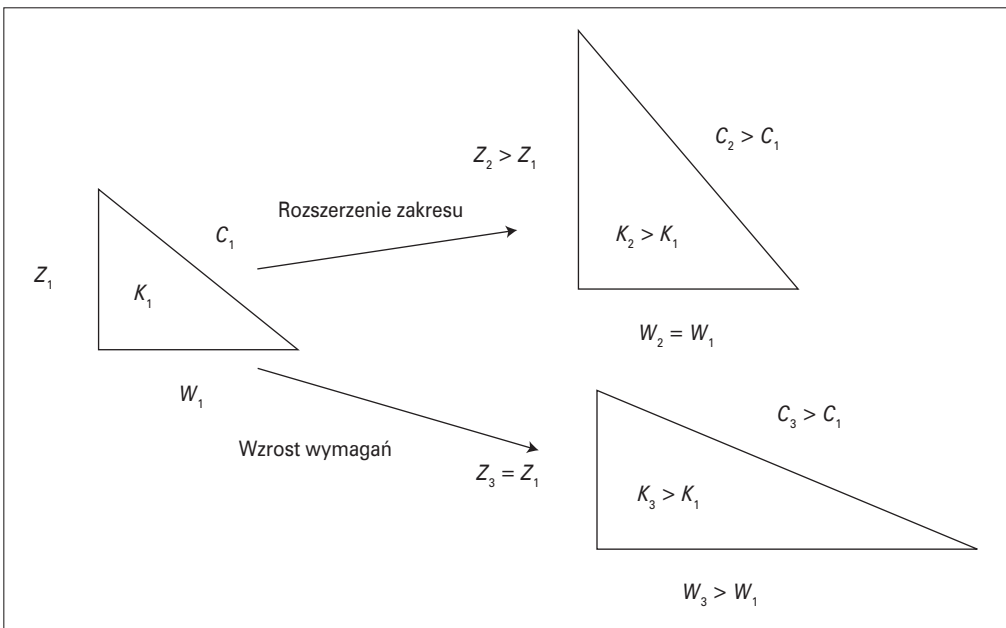
Na etapie planowania projektu należy zatem przyjąć pewien bufor czasowy, ale również uwzględnić rezerwę w budżecie na nieprzewidziane wydatki. W wielu projektach jednak zapomina się o tym fakcie.

Doświadczenie projektowe wielu kierowników projektów pokazuje, że większość projektów jest w tym zakresie niedoszacowana. Tak jak trudno przewidzieć

wszystkie czynniki, które mogą wpłynąć na wydłużenie czasu projektu, tak samo trudno jest oszacować dodatkowe koszty, które mogą się pojawić w projekcie. Przy dużych i skomplikowanych projektach podstawowe wydatki na realizację zadań, zakup materiałów, urządzeń i całego potrzebnego sprzętu jest już tak duży, że często do minimum ogranicza się inne wydatki, w tym rezerwy na ewentualne dodatkowe koszty.

Jednak trzeba zwrócić uwagę na jeszcze inny aspekt całego zagadnienia. Zdarza się bowiem, że to właśnie budżet może stać się przyczyną nieterminowego zakończenia projektu. Niedośzacowanie kosztów czy też powstanie wydatków w trakcie realizacji projektu, na które nie ma budżetu, może być przeszkodą w realizacji poszczególnych zadań. Posłużyć się tu można przykładem projektów technicznych, kiedy w trakcie realizacji projektu zmieniają się wymagania dotyczące infrastruktury czy sprzętu, i zachodzi konieczność dodatkowych inwestycji.

Rysunek 1. Zależności między podstawowymi parametrami projektu



W – wymagania, K – koszty, C – czas, Z – zakres.

Źródło: T. Trocki, B. Gruzca, K. Ogonek, Zarządzanie projektami..., *op. cit.*, s. 22.

Zwiększenie zakresu projektu, dodanie nowych zadań, przy jednoczesnym zachowaniu wymagań, przekłada się na czas projektu, a tym samym na koszty (por. rysunek 1). Podobnie sytuacja wygląda w przypadku, gdy zakres projektu

pozostaje taki sam, natomiast zwiększają się wymagania. Widać zatem dużą, wzajemną korelację czasu projektu i budżetu, jak również ich zależność od innych elementów projektu.

5. Rola i umiejętności kierownika projektu w zarządzaniu czasem projektu

Kierownik projektu jest odpowiedzialny za właściwe zarządzanie zasobami, czasem, prawidłową komunikacją projektową oraz za dokładne i kompetentne zarządzanie projektem. Każde działanie w projekcie ma swoje konsekwencje czasowe i kosztowe, co wymaga ciągłego monitorowania ścieżki czasu i budżetu oraz niezbędnych relokacji środków, aby zapobiec „wyciekaniu” pieniędzy z projektu na nieplanowane działania oraz narażenia terminów ze względu na rozszerzenia zakresu projektu⁸. Kierownik projektu jest zatem odpowiedzialny za monitorowanie przebiegu projektu i podejmowanie odpowiednich działań w sytuacjach krytycznych.

Ponieważ realizacja projektu wymaga kompetentnych, niestandardowych zachowań od wszystkich członków zespołu i zwiększonej motywacji, kierownik musi zdobyć i ugruntować faktyczną władzę. Formalna władza musi być poparta zaufaniem i szacunkiem. Jej brak będzie prowadzić do powstania sił odśrodkowych, dezorganizujących projekt. Ze strony kierownictwa przedsiębiorstwa konieczne jest wsparcie faktycznego autorytetu kierownika formalnym umocowaniem go w strukturze. Z doświadczenia wiadomo, że kierownik projektu powinien być podporządkowany bezpośrednio dyrekcji i mieć rangę równą dyrektorom pionów czy działów. Dzięki takiemu działaniu kierownik projektu może właściwie zarządzać projektem i ma umocowanie do właściwego kierowania działaniami innych osób.

Ważne jest, aby przy strategicznych projektach kierownik projektu był osobą doświadczoną, posiadającą wiedzę nie tylko z zakresu prowadzenia projektu, ale również odpowiednie umiejętności interpersonalne. Taka osoba w swojej przeszłości miała doświadczenie z różnymi sytuacjami wpływającymi na opóźnienia projektu i ma wiedzę, jak im zapobiec lub je zminimalizować. Wie również, jak rozmawiać z odpowiednimi ludźmi, jak na nich wpływać, jak się komunikować czy negocjować. Właściwe zarządzanie przez kierownika projektu w dużej mierze ma wpływ na przebieg projektu, a jego racjonalna ocena sytuacji pozwala na szybkie podejmowanie decyzji.

⁸ M. Romanowska, Podstawy organizacji i zarządzania, Difin, Warszawa 2002, s. 253–255.

6. Podsumowanie

Przystępując do realizacji projektu, podstawowym założeniem jest, aby był on skuteczny. Nie każdy jednak projekt kończy się sukcesem. Są projekty niezrealizowane, zrealizowane z opóźnieniem, przynoszące wyniki inne od planowanych, droższe od planowanych, budzące rozczarowanie użytkowników i uczestników. Skuteczność oznacza osiągnięcie celu w zamierzonym czasie i kształcie, zgodnie z planem⁹.

Czas projektu jest uzależniony od wielu czynników, jest zmienną losową, a przez to jest trudny do zarządzania. Istnieje wiele metod i technik pozwalających na w miarę dokładne określenie czasu trwania poszczególnych zadań w projekcie, wytyczenia ścieżki krytycznej, a w efekcie do zaplanowania całego projektu i terminu jego zakończenia. Należy na podstawie dotychczasowych doświadczeń i rad ekspertów ocenić potencjalne ryzyka i zagrożenia wpływające na niedotrzymanie poszczególnych terminów i podjąć działania, aby te ryzyka wyeliminować lub zminimalizować ich skutki. Należy wyznaczyć do realizacji projektu kompetentnego kierownika projektu, który poprzez swoją wiedzę, umiejętności i doświadczenie będzie potrafił skutecznie zarządzić projektem i dopilnować jego terminowej realizacji. Należy wcześniej zaplanować taki budżet, aby w przypadku opóźnień mógł być wykorzystany na dodatkowe działania. A zatem przed rozpoczęciem pracy trzeba dokładnie zaplanować i ocenić projekt pod względem wszystkich elementów składowych, z których jednym z kluczowych jest czas.

7. Bibliografia

1. Bolles D., *Centra doskonałości w zarządzaniu projektami*, PROED, Warszawa 2007.
2. Lessel W., *Zarządzanie projektem. Jak precyzyjnie zaplanować i wdrożyć projekt*, Wydawnictwo BC Edu, Warszawa 2008.
3. Meredith J. M., Mantel S. J. Jr, *Project Management – a managerial approach*, John Wiley&Sons, Inc, USA 2003.
4. Mingus N., *Zarządzanie projektami*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2002.
5. Romanowska M., *Podstawy organizacji i zarządzania*, Difin, Warszawa 2002.
6. Trocki M., Grucza B., Ogonek K., *Zarządzanie projektami*, PWE, Warszawa 2003.
7. Wysocki R., McGary R., *Efektywne zarządzanie projektami*, wyd. 3, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2005.

⁹ *Ibidem*, s. 251.

Summary

Katarzyna Kreczmańska-Gigol

World Financial Crisis and Prospects for Development of Asset Securitisation in Poland

In the world crises appear cyclically. The global, homogeneous world economy cannot defend itself against them effectively. The present financial crisis results from the mortgage credit crisis on the American market. This crisis is connected with securitisation of subprime credit liabilities. Securitisation transactions are still not very popular in Poland, and the Polish securitisation market differs much from the world market. One of the effects of the crisis is worsening or loss of financial liquidity by companies. The development of asset securitisation in Poland may help satisfy corporate financial needs.

Paweł Niedziółka

Problem of Currency Options in Poland in 2008–2009 – Analysis from the Perspective of the Banking Sector

The problem of currency options in Poland, which appeared together with the rapid zloty depreciation in the second half of 2008, has so far been analysed mainly from the perspective of companies characterised by a high level of liabilities on account of unsettled derivatives. The present article presents determinants of decisions made by banks confronted with the dynamic growth in the portfolio of currency derivatives possessed by them. It describes the legal framework of cooperation between banks and companies within derivatives outside the stock market and mechanisms of credit and market risk management on the futures market, determining the necessity of actions to obtain additional security deposits and/or close part of open option positions.

Tomasz Cicirko

Taxable Cash Income – Theoretical and Empirical Deliberation

The article presents selected issues connected with research done in the Chair of Finance in WSE on financial liquidity. The article is to determine deficiencies and weaknesses of taxation principles in relation to entities running business and to present generally the alternative way of taxing business activity in the form of cash flow tax. Additionally, the article presents results of the simulation of implementation of author's concept of cash based taxation with reference to companies listed and unlisted on the Warsaw Stock Exchange.

Jacek Sierak, Grzegorz Maśloch, Remigiusz Górniak

European Union Funds as Instrument to Equalize Disproportionate Development of Territorial Entities in Poland in 2004–2006 (synthesis of mandatory research)

The article discusses the results of research concerning analysis of impact of EU funds on the development of Polish territorial entities in 2004–2006.

The main goal of mandatory research was the evaluation of EU funds as a source of equalizing disproportionate development of territorial entities in Poland. It is worth remembering that in 2004–2006 EU earmarked 23 bn euros within structural funds and Cohesion Fund. Poland received 12.8 bn from this amount. Another goal of the research was to assess the achievements of territorial self-government and to determine its role in the development of local growth local. In the research special attention was paid to examine the determinants of social and economic development of Polish regions in 2004–2006. The time scope of research was 2004–2006, i.e. the first period of support for Poland with EU structural funds and Cohesion Fund.

Agnieszka Cenkier

Structure of Financing Public Private Partnership Projects

The structure of capital in public private partnership projects is built on account of the specific character of every implemented undertaking.

Projects may be financed with funds provided by private or public sector. The agreement signed by the parties determines the specific form of capital to be involved to accomplish the project and the predicted share of funds from different sources.

The impact of investments on the level of deficit and public debt depends on degree of financial involvement of each sector. The more investment on the part of the private sector, the lower the impact of the project on the public sector financial condition and the other way round.

Olga Mikołajczyk

Preinvestment Analysis as an Integral Element of Transaction of Private Equity Funds

In the investment process of private equity funds there is a moment before the purchase of shares in the new company, when fund managers should pay special attention to the procedure connected with carrying out a very detailed analysis of information from the company to be the investment target. The analysis, called due diligence, consists in gathering and verifying comprehensive data on the company to be invested in, its environment and business area.

Due diligence, carried out accurately and with proper care (according to the definition) enables to assess numerous aspects of company activity. In the opinion of largest consultancies, it is essential for private equity funds to possess information about the internal structure of the company, e.g. property relations, competences of units, information flow, appraisal of management policy, including principles and forms of employment programmes and benefits for employees, outsourced services, health and safety regulations, environmental protection and conflict of interest. What cannot be

overestimated is the identification of risk and threat in company operation connected with judicial matters, debt collections, labour disputes, illegal practices or dishonest competition.

It can be stated that due diligence is an integral element of private equity funds investment process. The information obtained in the course of analysis helps optimise terms and conditions of the investment agreement and facilitates management of the company whose shares are to be purchased.

Daniel Puciato

Leisure as Determinant of Life Quality Exemplified by Empirical Research

The disappointment with economic growth formerly regarded as an explicitly positive phenomenon was the origin of philosophy of life quality. The opportunity to make use of leisure in most preferable way is presently a more and more important aspect of life satisfaction. This article tries to answer the following research question: Is the assessment of opportunity to spend leisure in a favourite way significant to build up life satisfaction of the respondents? The material used in this study comes from the survey carried out among 400 random selected families at Jedlina-Zdrój. The analysis of data was based on multiple regression analysis. The research proves that the opportunity to make free use of leisure is very important for life satisfaction of the respondents. People who can freely make use of their leisure are happier than those who do not have this opportunity. The improvement of the material situation of a lot of Polish households as well as higher and higher life span of Poles make further research necessary.

Michał Pałka

Cohesion Policy in 2007–2013 – National Strategic Reference Framework

Success or failure in making use of EU funds will be of fundamental significance. On the one hand, Poland in 2007–2023 will have been the largest individual beneficiary of EU regional policy and cohesion, which means that the fate of the whole policy as it were depends on its success in Poland. On the other hand, it should be realised that definitely most of the growth policy in Poland in the years to come will be identical with the use of the community funds. In other words, in the case of Poland it is not only important to effectively use the European Union policy, the stakes are much higher: the total development of the country.

The article presents the goals Poland set to be accomplished within the Cohesion Policy in 2007–2013 as well the funds subordinated to these goals.

Andreas Lipa

European Central Bank Monetary Policy and Asset Prices

The present study analyses the casual consecutive relations between the monetary policy of European Central Bank and European stock market in 1999–2008. The achieved results show that the European Central Bank Policy has an impact on prices

of shares. The impact, however, cannot be explained by means of the Markowitz portfolio theory. The dependence of monetary policy of share prices development was not found.

Aleksandra Łysik

Tax havens as Special Places to Avoid Taxation

Tax law often plays a role of no small importance in making business decisions, including those strategic and effecting the entire business. The impact is especially conspicuous in the case of the so called international tax planning, i.e. optimisation of public and legal burdens with consideration to international tax law regulations and internal solutions of individual countries called popularly tax havens or tax oases. The present study aims at answering a question whether tax havens should be explicitly associated as tools to hide incomes and places where twisted business is done or regarded as perfectly legal instruments of tax optimisation.

Arkadiusz Skrodzki

Selected Banking Products as a Factor to Minimise Risk in Small and Medium Sized Enterprises

The article proves that among a comprehensive offer of banking services one can find specific products which thanks to their constructions and purposes enable SMEs to minimise or get rid of risks of running business or an individual transaction. So far most of such products have been addressed to larger companies. However, at present SMEs are becoming more and more important. The offers made by banks, leasing and factoring or insurance companies are becoming more developed and tailored to suit SMEs needs.

Among financial products, which in direct or indirect way, can minimise the risk of running business are: banking services linked to cash collection, guarantees, treasury products, document collection product or letter of credit.

The article contains a description of specific character of selected financial products and opportunity to use them in order to minimise risk in small and medium sized enterprises.

Joanna Kościanek

Time as a Key Factor in Project Management

Time is one of the most important elements of a project and simultaneously the most difficult to manage. The proper time task planning is translated into proper adjustment of resources and determination of appropriate budget. Too short or too long time of implementation of a project is connected with all kind of risks resulting from legal, financial, tax or business issues.

Project time depending on a lot of factors is a fate variable, which makes it difficult to manage. There are numerous methods and techniques to enable a precise description of the duration of an individual task in the project, mark out a critical path, and as a result planning the whole project and the date of completion. The experience to date and experts' advice should enable to assess potential risks and threats that

may cause going behind schedule and take action to eliminate the risks or minimise their consequences. There should be a competent project manager, who through his expertise, skills and experience, will be able to effectively manage the project and see to the prompt completion of tasks. There should be an appropriate budget planned, to be used for special actions in the case of delays. Thus, before the project is to begin, it should be accurately planned and assessed in relation to all its elements, one of the most crucial of which is time.