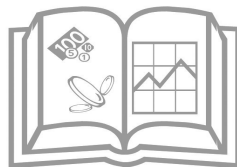


ZARZĄDZANIE FINANSAMI I RACHUNKOWOŚĆ

JOURNAL OF FINANCIAL
MANAGEMENT
AND ACCOUNTING



4 (4) 2016

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie
Warsaw University of Life Sciences – SGGW

Warszawa 2016

RADA NAUKOWA (SCIENTIFIC COUNCIL)

Prof. dr hab. Bogdan Klepacki – przewodniczący (chairman)

Prof. Goran Andjelic

Prof. dr Agnes Csiszarik-Kocsir

Prof. dr hab. Anatolii Chupis

Prof. Carlo Giannetto

Prof. dr hab. Irena Jędrzejczyk

Prof. Maurizio Lanfranchi

Prof. William Meyer

Prof. Ing. Pavol Ochotnický

Prof. dr Baiba Rivza

Prof. dr hab. Henryk Runowski

Dr hab. Judit Sági

Prof. dr Peter Schuster

Prof. dr hab. Maria Sierpińska

Prof. dr Mario Strassberger

Dr hab. Nataliia Vasilievska

Prof. dr hab. Valeriy Zhuk

Prof. dr hab. Dariusz Zarzecki

REDAKTOR NACZELNY (EDITOR-IN-CHIEF)

Dr hab. Mirosław Wasilewski, prof. nadzw. SGGW, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

ZASTĘPCA REDAKTORA NACZELNEGO (DEPUTY EDITOR-IN-CHIEF)

Dr Magdalena Mądra-Sawicka, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

REDAKTORZY TEMATYCZNI (SUBJECTS EDITORS)

Dr Magdalena Mądra-Sawicka – **finanse (finance)**, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Dr Grażyna Rembielak-Vitchev – **ekonomia (economy)**, Uniwersytet w Salford, Wielka Brytania

Dr Kevin Rowles – **rachunkowość (accounting)**, Uniwersytet w Huddersfield, Wielka Brytania

Dr Marzena Ganc – **rachunkowość (accounting)**, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Dr hab. Tomasz Siudek, prof. nadzw. SGGW – **bankowość (banking)**, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

REDAKTOR STATYSTYCZNY (STATISTICAL EDITOR)

Dr hab. Joanna Kisielińska, prof. nadzw. SGGW, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

REDAKTORZY JĘZYKOWI (LANGUAGE EDITORS)

Dr Adam Sułkowski, Babson College, Wielka Brytania

Agata Cienkusz, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

RECENZENCI (REVIEWERS) 2016

Sławomir Antkiewicz, Jan Bednarczyk, Krzysztof Borowski, Dawid Dawidowicz, Karolina Daszyńska-Żygadło,

Ryta Iwona Dziemianowicz, Tadeusz Dudycz, Justyna Franc-Dąbrowska, Małgorzata Magdalena Hybka,

Maria Jastrzębska, Janina Jędrzejczak-Gas, Waldemar Jędrzejczyk, Sławomir Juszczyk, Ryszard Kata, Iwa Kuchciak,

Oleksand Labenko, Marek Matejuni, Tomasz Miziołek, Olena Oliynyk, Joanna Olga Paliszkiwicz,

Katarzyna Izabela Perez, Andrzej Piosik, Renata Przygodzka, Rafał Rosiński, Josu Takala, Edward Urbańczyk, Monika Utzig,

Aleksandra Wicka, Kazimiera Winiarska, Anna Wolak-Tuzimek, Agnieszka Zakrzewska-Bielawska, Danuta Zawadzka

Redakcja czasopisma

„Zarządzanie Finansami i Rachunkowość”

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Wydział Nauk Ekonomicznych

ul. Nowoursynowska 166

02-787 Warszawa

Polska

e-mail: zfir@sggw.pl

Editorial Office

‘Journal of Financial Management and Accounting’

Warsaw University of Life Sciences – SGGW

Faculty of Economic Sciences

Nowoursynowska Street 166

02-787 Warsaw

Poland

e-mail: zfir@sggw.pl

ISSN 2300-9683

© Copyright by Warsaw University of Life Sciences Press

Wydawnictwo SGGW, ul. Nowoursynowska 166, 02-787 Warszawa

tel. 22 593 55 20, fax 22 593 55 21

www.wydawnictwosggw.pl, e-mail: wydawnictwo@sggw.pl

Druk: POLIMAX s.c., ul. Nowoursynowska 161 L, 02-787 Warszawa

SPIS TREŚCI

Tomasz Sosnowski

Kształtowanie wyniku bilansowego a dyferencjacja form
pierwszych ofert publicznych

*Earnings management and the differentiation of the initial
public offerings forms* 5

Emilia Stola

Zmienność wyników finansowych a rozwój bankowości elektronicznej
na przykładzie wybranych banków
z polskiego sektora bankowego

*The changeability of financial results vs. the development
of the electronic banking on the example of banks
from The Polish Banking Sector* 19

Agnieszka Wójcik

Międzynarodowy Standard Rachunkowości 40
a faktyczne kwalifikowanie nieruchomości
jako instrumentu finansowego

*International Accounting Standard and the actual qualification
of investment property as financial investment* 29

Teresa Domańska

Determinanty płynności finansowej spółdzielni mleczarskich

Determinants of financial liquidity in the dairy cooperatives 41

Tomasz Felczak

Planowanie płynności finansowej w opinii rolników

Financial liquidity planning in the opinions of the farmers 53

Serhiy Zabolotnyy

Principles of financial management in Ukrainian agribusiness companies

Zasady zarządzania finansami w przedsiębiorstwach z sektora agrobiznesu na Ukrainie 63



KSZTAŁTOWANIE WYNIKU BILANSOWEGO A DYFERENCJACJA FORM PIERWSZYCH OFERT PUBLICZNYCH

Tomasz Sosnowski
Zakład Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa
Uniwersytet Łódzki

Abstrakt. W opracowaniu zaprezentowane zostały rezultaty prac badawczych zorientowanych na ocenę wykorzystania zróżnicowanych strategii zarządzania zyskiem w procesie wprowadzenia akcji po raz pierwszy do publicznego obrotu oraz ich powiązań z formą realizacji pierwszej oferty publicznej. Wyniki badań wskazują, iż sprzedaż akcji spółki przez dotychczasowych właścicieli w ramach pierwszej oferty publicznej jest bardziej prawdopodobna w przypadku przedsiębiorstw stosujących agresywną strategię zarządzania raportowanym wynikiem. Z kolei emisja nowych akcji częściej występowała w tych podmiotach, w których zaobserwowano ujemną wartość uznaniowych rozliczeń międzyokresowych. Badania empiryczne zostały przeprowadzone na grupie 221 spółek, których akcje zostały wprowadzone po raz pierwszy do publicznego obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie w latach 2005–2015.

Słowa kluczowe: pierwsza oferta publiczna, zarządzanie zyskiem, emisja nowych akcji, sprzedaż akcji

WSTĘP

Strategie rozwoju przedsiębiorstw realizowane na publicznym rynku papierów wartościowych od wielu lat znajdują się w centrum zainteresowań środowiska naukowego na całym świecie. Pomimo licznych badań teoretyczno-

-empirycznych poświęconych problematyce pierwszych ofert publicznych, niedostateczna wiedza o nich nadal inspiruje i wyzwala wiele inicjatyw zmierzających do wypełnienia istniejącej luki badawczej. Ten niedostatek badań dotyczy szczególnie motywów oraz praktyki podejmowania decyzji finansowych przed wprowadzeniem akcji spółki do publicznego obrotu oraz następstw tych działań.

Zasadniczym celem opracowania jest ocena wykorzystania praktyki zarządzania zyskiem w procesie wprowadzania akcji spółki po raz pierwszy do publicznego obrotu oraz zbadanie powiązań tej strategii z formą realizacji pierwszej oferty publicznej. Osiągnięciu tego celu sprzyjać ma ocena intencjonalnego kształtowania wyniku finansowego w okresie poprzedzającym debiut spółki na giełdzie papierów wartościowych. Jego wartość ma istotne znaczenie dla licznych podmiotów i jednostek funkcjonujących w otoczeniu przedsiębiorstwa, a zwłaszcza zarządu oraz dotychczasowych i przyszłych akcjonariuszy spółki, którzy podejmując decyzje finansowe w warunkach asymetrii informacji, muszą liczyć się z ich konsekwencjami w późniejszym czasie.

Dla realizacji celu opracowania sformułowane zostały dwie hipotezy badawcze. Hipoteza pierwsza (H1) zawiera twierdzenie, iż strategia agresywnego kształtowania wyniku finansowego stosowana jest głównie w spółkach realizujących emisję nowych akcji w ramach pierwszej oferty publicznej. Za sformułowaniem hipotezy w tej formie przemawia fakt, iż menedżerowie spółek dla pozyskania z rynku giełdowego dodatkowego kapitału do spółki celowo raportują osiągnięcie wysokich wyników finansowych, by w przyszłości móc wykorzystać zgromadzone środki do realizacji wcześniej przyjętych celów, bez konieczności kontynuowania działalności w warunkach występowania istotnych ograniczeń finansowych lub niedoboru kapitału. Z kolei w myśl drugiej hipotezy badawczej (H2), intencjonalne kształtowanie wyników finansowych w stopniu umiarkowanym jest dostrzegane w sytuacji, gdy pierwsza oferta publiczna akcji spółki związana jest z redukcją zaangażowania kapitałowego dotychczasowych akcjonariuszy. Prezentowane do tej pory wyniki badań pokazują, iż dla akcjonariuszy dążących do sprzedaży swoich udziałów w danej spółce akcyjnej wprowadzenie po raz pierwszy jej akcji do publicznego obrotu stanowi zaledwie rozpoczęcie tego procesu, a właściwa redukcja ich zaangażowania kapitałowego następuje na ogół w terminie późniejszym [Sosnowski 2015]. Zbyt agresywna polityka zarządzania wynikami finansowymi przed debiutem spółki na giełdzie papierów wartościowych, może generować negatywne skutki dla długookresowej wyceny papierów wartościowych danego podmiotu i tym samym niekorzystnie wpływać na realizowane w przyszłości transakcje sprzedaży akcji spółki przez jej dotychczasowych akcjonariuszy.

KSZTAŁTOWANIE WYNIKÓW FINANSOWYCH NOWYCH SPÓŁEK GIEŁDOWYCH

Zagadnienie kształtowania wyniku finansowego (ang. *earnings management*) jest istotnym elementem badań naukowych zorientowanych na rozpoznanie instrumentów i mechanizmów podejmowania określonych decyzji finansowych przez przedsiębiorstwa. O stosowaniu tej praktyki mówi się wówczas, gdy menedżerowie przedsiębiorstwa poprzez celowy wybór odpowiednich rozwiązań w zakresie sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstwa lub intencjonalną strukturyzację realizowanych transakcji gospodarczych wpływają na zmianę wielkości raportowanych wyników finansowych [Healy i Wahlen 1999]. Możliwość ta wynika głównie ze stosowania zasady memoriału, konieczności wykorzystania oszacowań księgowych, profesjonalnego osądu oraz swobody jednostki w kształtowaniu stosowanej polityki rachunkowości w niektórych jej obszarach [Grabiński 2016].

Aktywne kształtowanie wyniku finansowego przedsiębiorstwa jest elementem polityki informacyjnej zarządu danej jednostki. Poprzedzanie bowiem na stosowaniu mierników bilansowych w praktyce zarządzania finansami napotyka na pewne ograniczenia związane, chociażby ze skoncentrowaniem ich uwagi na przeszłości, czy abstrahowaniem od ryzyka oraz kosztu i struktury kapitału [Sajnóg 2015]. Kwestią otwartą pozostaje jednak pytanie, czy praktyka zarządzania zyskiem ma na celu zwiększenie dostępności informacji o przedsiębiorstwie dla jego otoczenia, czy też podejmowane działania mają charakter oportunistyczny.

Bez wątplenia zarząd przedsiębiorstwa ma uprzywilejowaną pozycję w dostępie do prywatnych informacji o przedsiębiorstwie, możliwości oceny perspektyw jego rozwoju oraz przyszłych wyników finansowych. Kształtowanie zysków bilansowych może być wykorzystane jako narzędzie, dzięki któremu informacje wewnętrzne, prawdziwe i istotne dla zewnętrznych użytkowników sprawozdania finansowego są im przekazywane [Arya, Glover i Sunder 2003]. Celem podjęcia działań w tym obszarze jest zwiększenie wartości informacyjnej wyniku bilansowego komunikowanego otoczeniu oraz wyeliminowanie jego fluktuacji w ujęciu krótkookresowym [Subramanyam 1996].

Celowe kształtowanie raportowanego wyniku finansowego jako forma komunikacji zorientowana na kreowanie wartości dla akcjonariuszy wymaga, aby zarządzający, podejmując określone decyzje wywołujące skutki dla sprawozdawczości, kierowali się swoistym „kompasem moralnym dla rachunkowości” i przestrzegali powszechnie akceptowane normy społeczne [Sunder 2010]. Jednakże realizacja tej zasady w praktyce, gdzie występuje klasyczny przykład relacji typu agent-pryncypał, jest kwestią trudną do spełnienia. W literaturze podmiotu powszechnie akceptowany jest pogląd, iż menedżerowie, podejmując określone decyzje, kierują się przede wszystkim własnym interesem, przy ograniczonym odniesieniu do interesu publicznego, a ich zachowania zorientowane są głównie



na maksymalizację własnej użyteczności [Rudolf 2013; Islam, Ali i Ahmad 2011]. Intencjonalne odstępianie od zasady „wiernego obrazu” poprzez kształtowanie wyniku bilansowego pozwala menedżerom dostosować sprawozdanie finansowe do ich aktualnych potrzeb. Efektem tych działań może być obniżenie wartości poznawczej raportowanego wyniku oraz nieuprawniony transfer „bogactwa” na rzecz członków zarządu kosztem innych użytkowników sprawozdania finansowego [Grabiński 2016], głównie obecnych i przyszłych akcjonariuszy spółki.

Realizacja pierwszej oferty publicznej stwarza sposobność skutecznego zarządzania zyskiem bowiem immanentną cechą tego procesu jest występowanie znaczącej asymetrii informacji [Teoh, Welch i Wong 1998], która jest rezultatem istnienia zróżnicowanej zdolności jego uczestników do gromadzenia, przetwarzania i wykorzystania informacji o przedsiębiorstwie [Yung i Zender 2010]. Brak lub znacząco ograniczona dostępność informacji finansowych o efektach prowadzonej przez spółkę działalności gospodarczej przed wprowadzeniem jej akcji do publicznego obrotu umożliwia menedżerom modyfikowanie prezentowanych inwestorom zewnętrznym zysków w niemalże niewykrywalny sposób, zapewniając bezpośrednie korzyści finansowe zarówno sobie, jak i przedsiębiorstwu [Dechow i Skinner 2000]. Wyniki dotychczasowych badań naukowych poświęconych intencjonalnemu kształtowaniu wyników finansowych przed debiutem spółki na giełdzie papierów wartościowych wskazują, iż praktyka ta jest dość powszechnie stosowana, a jej zasadniczym celem jest uzyskanie lepszej wyceny oferowanych do nabycia inwestorom giełdowym akcji [DuCharme, Malatesta i Sefcik 2001].

W zależności od formy realizacji pierwszej oferty publicznej można wskazać różnych beneficjentów tego typu działań, a związane jest to z redystrybucją wpływów ze sprzedaży akcji do różnych podmiotów. Wynikiem przeprowadzenia pierwszej publicznej subskrypcji, tzn. emisji nowych akcji po raz pierwszy za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych, jest zmniejszenie ograniczeń finansowych spółki osiągnięte dzięki zwiększeniu wartości jej kapitałów własnych. Z kolei jeżeli inwestorom giełdowym do nabycia oferowane są akcje już istniejące, znajdujące się w portfelu inwestycyjnym dotychczasowych akcjonariuszy spółki, wówczas należy wskazać na realizację pierwszej publicznej sprzedaży. W wyniku tego typu transakcji, kapitał pozyskany z rynku giełdowego nie powiększa zasobów kapitałowych spółki, lecz wzbogaca jej dotychczasowych akcjonariuszy. W ramach pierwszej oferty publicznej oferowane mogą być zarówno akcje już istniejące, akcje nowej emisji, jak i akcje pochodzące z obu tych źródeł jednocześnie, a określona struktura oferty w zakresie proporcji nowych i „starych” akcji związana jest z motywami podjęcia decyzji o wprowadzeniu akcji spółki do publicznego obrotu [Huyghebaert i Van Hulle 2006].

Kreowanie wartości spółki poprzez zarządzanie raportowanym zyskiem ma istotny wpływ na decyzje pierwotnych akcjonariuszy spółki, dotyczące utrzymania swojego dotychczasowego zaangażowania kapitałowego w dany

podmiot. Implikowany wzrost rynkowej ceny sprzedaży akcji w pierwszej ofercie publicznej sprawia, iż realizacja strategii wyjścia z inwestycji w tym momencie staje się bardziej atrakcyjna dla dotychczasowych akcjonariuszy spółki, przez co podjęcie decyzji o sprzedaży będących w portfelu inwestycyjnym akcji staje się bardziej prawdopodobne [Klein i Li 2009]. Ponadto, wywołany w ten sposób efekt zwiększenia wartości przedsiębiorstwa nie ma trwałego charakteru, a celowe zwiększanie wartości aktywów oraz raportowanie lepszych rezultatów działalności w czasie poprzedzającym debiut na rynku giełdowym negatywnie wpływa na kształtowanie się wyceny spółki w późniejszym okresie [Teoh, Welch i Wong 1998; Xie 2001; DuCharme, Malatesta i Sefcik 2004].

PRÓBA BADAWCZA I OPIS METODY BADAŃ

Do próby badawczej zakwalifikowane zostały spółki, których akcje zostały wprowadzone po raz pierwszy do publicznego obrotu na rynku głównym GPW w Warszawie w latach 2005–2015. Aby zapewnić względną homogeniczność badanych podmiotów z grupy 372 nowych spółek giełdowych wykluczonych zostało 58 spółek zagranicznych, 15 spółek, których debiut na rynku giełdowym nie był związany z przeprowadzeniem pierwszej oferty publicznej oraz 59 spółek będących wcześniej przedmiotem obrotu na rynku *NewConnect* lub *MST-CeTo*. Ze względu na specyfikę działalności z dalszych badań wyłączonych zostało również 5 banków oraz 1 zakład ubezpieczeń. W końcowym etapie doboru podmiotów do badań empirycznych, z tak wyselekcjonowanej próby badawczej wyeliminowanych zostało 14 spółek, dla których nie było możliwe uzyskanie wymaganych danych liczbowych. Po zastosowania przyjętych kryteriów doboru próba badawcza objęła łącznie 221 spółki.

Dla wskazania, w jakim stopniu praktyka kształtowania wyniku finansowego stosowana jest w danym przedsiębiorstwie została wykorzystana wartość uznaniowych rozliczeń międzyokresowych (ang. *discretionary accruals*, DACC)¹.

¹ Termin „uznaniowe rozliczenia międzyokresowe” odnosi się do tej części aktywów i pasywów przedsiębiorstwa, która w sposób celowy została ukształtowana przez zarządzających przedsiębiorstwem i jest wynikiem podjętych przez nich decyzji. Jeżeli przyjmują one wartość dodatnią (pozytywne uznaniowe rozliczenia międzyokresowe) oznacza to, że wykazywany w sprawozdaniu wynik finansowy został intencjonalnie zwiększony. Z kolei ich ujemna wartość (negatywne uznaniowe rozliczenia międzyokresowe) wskazuje na celowe raportowanie niższych wyników finansowych. Tym samym wykorzystywane w opracowaniu określenie „rozliczenia międzyokresowe” nie powinno być utożsamiane z kategorią rozliczeń międzyokresowych wykazywanych zgodnie z ustawą o rachunkowości w bilansie danej jednostki.



W tym celu konieczna jest dezagregacja całkowitych rozliczeń międzyokresowych (ang. *total accruals*, TACC), stanowiących różnicę między wynikiem finansowym netto a wielkością przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, na ich uznaniową oraz nieuznaniową część (ang. *nondiscretionary accruals*, NDACC):

$$TACC = DACC + NDACC$$

Wartość nieuznaniowych rozliczeń międzyokresowych związana jest bezpośrednio ze swoistymi cechami danej jednostki, takimi jak jej struktura i model biznesowy, czy sektor w jakim prowadzi działalność gospodarczą. Z kolei uznaniowe rozliczenia międzyokresowe są efektem celowych działań menedżerów przedsiębiorstwa, którzy przez odpowiednie kształtowanie wybranych pozycji sprawozdania finansowego dążą do przedstawienia określonego wyniku finansowego, dzięki czemu uprzednio założony cel w postaci np. pozyskania dodatkowego finansowania do przedsiębiorstwa, czy dodatkowego wynagrodzenia w postaci premii rocznej może być osiągnięty [Zarowin 2015].

W większości badań empirycznych poświęconych zagadnieniu celowego kształtowania wyniku finansowego do oszacowania wartości uznaniowych rozliczeń międzyokresowych wykorzystuje się model opracowany przez J. Jonesa [1991], w którym zakłada się, iż wartość nieuznaniowych rozliczeń międzyokresowych wynika ze zmiany wielkości sprzedaży oraz zasobów rzeczowych aktywów trwałych lub jego zmodyfikowaną formułę uwzględniającą ponadto wahania poziomu należności krótkoterminowych [Dechow, Sloan i Sweeney 1995]. Z kolei R. Ball i L. Shivakumar zauważyli, iż podejście to nie jest prawidłowe do analizy podmiotów realizujących pierwszą ofertę publiczną, gdyż analizowane spółki charakteryzują się znaczącą dynamiką rozwoju, ich dobór do próby nie ma losowego charakteru oraz jest uwarunkowany procesami zachodzącymi wewnątrz badanych organizacji, przez co stosowanie powyższych modeli prowadzi do przeszacowania wartości uznaniowych rozliczeń międzyokresowych [Ball i Shivakumar 2008]. Z tego względu dla realizacji celu badań został zaadaptowany model opracowany przez D.F. Larckera i S.A. Richardsona [2004], który pozwala kontrolować zwiększenie się wartości rozliczeń międzyokresowych dla dynamicznie rozwijających się spółek:

$$\frac{TACC_t}{TA_{t-1}} = \beta_0 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta SALES_t - \Delta AR_t}{TA_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{PPE_t}{TA_{t-1}} \right) + \beta_3 (BV/MV_t) + \beta_4 \left(\frac{OCF_t}{TA_{t-1}} \right) + \varepsilon_t$$

gdzie:

TA_{t-1} – aktywa ogółem na początku okresu,

$\Delta SALES_t$ – zmiana przychodów netto ze sprzedaży w danym okresie,



- ΔAR_t – zmiana należności krótkoterminowych w danym okresie,
 PPE_t – wartość rzeczowych aktywów trwałych w danym okresie,
 BV/MV_t – relacja wartości księgowej do wartości rynkowej w danym okresie,
 OCF_t – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w danym okresie,
 β_0, \dots, β_4 – estymatory parametrów modelu,
 ε_t – czynnik resztowy z równania regresji.

Powyższy model jest rozwinięciem zmodyfikowanego modelu J. Jonesa. Uwzględnienie zmiennej BV/MV w procesie oceny wartości rozliczeń międzyokresowych ma na celu wyeliminowanie błędu polegającego na przeszacowaniu ich wartości na skutek opcji wzrostu działalności przedsiębiorstwa, zmienna OCF natomiast pozwala kontrolować wpływ bieżącej efektywności działalności operacyjnej na badaną kategorię.

Biorąc pod uwagę ograniczoną dostępność informacji o wartości rynkowej spółek nienotowanych na rynku giełdowym, kwestią problematyczną jest określenie relacji wartości księgowej do wartości rynkowej dla poszczególnych podmiotów zaklasyfikowanych do próby badawczej. Na potrzeby badań empirycznych wartość rynkowa została oszacowana jako iloczyn ceny emisyjnej oraz liczby akcji tworzących kapitał podstawowy danej spółki przed jego podwyższeniem na skutek pierwszej publicznej subskrypcji powiększony o wartość księgową kapitału obcego. Jak zauważają N. Huyghebaert i C. Van Hulle [2006] rozwiązanie to nie odzwierciedla w pełni wartości rynkowej spółek, jednakże w pewnym stopniu pozwala przybliżyć jej poziom i z powodzeniem może być wykorzystane w przedmiotowych badaniach empirycznych.

W zastosowanym podejściu wartość uznaniowych rozliczeń międzyokresowych stanowi różnica pomiędzy ich całkowitym zaobserwowanym poziomem dla danej spółki a wielkością tej zmiennej oszacowaną na podstawie przyjętego modelu:

$$\begin{aligned} \frac{DACC_t}{TA_{t-1}} = & \frac{TACC_t}{TA_{t-1}} - \hat{\beta}_0 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \hat{\beta}_1 \left(\frac{\Delta SALES_t - \Delta AR_t}{TA_{t-1}} \right) + \hat{\beta}_2 \left(\frac{PPE_t}{TA_{t-1}} \right) + \\ & + \hat{\beta}_3 \left(\frac{BV}{MV_t} \right) + \hat{\beta}_4 \left(\frac{OCF_t}{TA_{t-1}} \right) \end{aligned}$$

W badaniach nad kształtowaniem wyników finansowych dominuje podejście, w którym dla wyeliminowania heterogeniczności podmiotów włączonych do próby badawczej, parametry strukturalne powyższego modelu szacowane są w ujęciu przekrojowym dla danego sektora. Jak wskazuje F. Ecker i inni, podejście to nie zawsze jest najlepszym wyborem, a zalecanym rozwiązaniem jest grupowanie



przedsiębiorstw we względnie homogeniczne zbiory obserwacji według kryterium wielkości przedsiębiorstwa, mierzonej jako suma aktywów w poprzednim okresie [Ecker i inni 2013]. W ramach badań empirycznych dla wskazania wartości uznaniowych rozliczeń międzyokresowych dokonano podziału analizowanych podmiotów na 10 grup przedsiębiorstw o zbliżonej wielkości, po czym parametry strukturalne modelu zostały oszacowane w ujęciu przekrojowym dla danej grupy decylowej. Tym samym najpierw oszacowano parametry modelu dla każdej z 10 podgrup odrębnie, a następnie obliczono różnicę między zaobserwowanymi całkowitymi rozliczeniami międzyokresowymi dla danej spółki a ich wielkością wynikającą z równania regresji oszacowanego dla właściwej podgrupy.

W kolejnym etapie badań dla oceny rodzaju strategii zarządzania wynikiem bilansowym stosowanej przez poszczególne spółki, została wykorzystana klasyfikacja zaproponowana przez S.H. Teoh i współpracowników [Teoh, Welch i Wong 1998]. Wszystkie analizowane spółki zostały uszeregowane w porządku niemalejącym według wyznaczonych wartości uznaniowych rozliczeń międzyokresowych, a następnie podzielone na cztery równoliczne grupy (+/-1 spółka). Pierwszą grupę stanowiły spółki o najniższej wartości uznaniowych rozliczeń międzyokresowych, czyli stosujące konserwatywną strategię zarządzania zyskiem (Q1). Z kolei spółki zaklasyfikowane do grupy czwartej, czyli charakteryzujące najwyższym poziomem intencjonalnych rozliczeń międzyokresowych to podmioty, w których przed wprowadzeniem akcji do publicznego obrotu została wdrożona agresywna strategia zarządzania zyskiem (Q4). Z kolei spółki zaklasyfikowane do drugiej i trzeciej grupy (odpowiednio Q2 i Q3) tworzą jednostki, w których raportowany wyniki bilansowy został ukształtowany w stopniu umiarkowanym.

Informacje dotyczące ceny i źródła akcji oferowanych do nabycia inwestorom giełdowym, tzn. akcje nowej emisji, czy akcje już istniejące, pochodziły z ewidencji instrumentów finansowych prowadzonej przez Komisję Nadzoru Finansowego. Pozostałe informacje wykorzystane w badaniach empirycznych pochodziły ze sprawozdań finansowych dostępnych w bazie Notoria Serwis SA.

WYNIKI BADAŃ

Ze względu na przyjęty cel opracowania, badania empiryczne zostały zrealizowane w dwóch etapach. Zasadniczym zadaniem pierwszej części badań było rozpoznanie, czy i w jakim stopniu spółki debiutujące na GPW w Warszawie wykorzystują intencjonalne rozliczenia międzyokresowe dla kształtowania raportowanego wyniku finansowego przed wprowadzeniem ich akcji po raz pierwszy do publicznego obrotu. Otrzymane rezultaty wskazują na stosowanie bardzo zróżnicowanych strategii w tym obszarze (tabela 1).



TABELA 1. Statystyki opisowe uznaniowych rozliczeń międzyokresowych podmiotów włączonych do próby badawczej z wyszczególnieniem określonych strategii zarządzania zyskiem

Wyszczególnienie	Średnia	Odch. stand.	Mediana	Min.	Maks.	Liczba spółek
Strategia konserwatywna (Q1)	-0,1275	0,0704	-0,1005	-0,3377	-0,0554	55
Strategia umiarkowana (Q2)	-0,0278	0,0138	-0,0285	-0,0520	-0,0006	55
Strategia umiarkowana (Q3)	0,0267	0,0187	0,0237	0,0011	0,0630	55
Strategia agresywna (Q4)	0,1620	0,1089	0,1161	0,0683	0,6094	56
Cała próba	0,0090	0,1239	0,0011	-0,3377	0,6094	221

Źródło: Opracowanie własne.

W badanej grupie przedsiębiorstw nieznacznie przeważały spółki, które zdecydowały się wykorzystać uznaniowe rozliczenia międzyokresowe do tego, by zwiększyć poziom prezentowanego w sprawozdaniu wyniku finansowego (dodatnia wartość DACC). Chociaż w całej analizowanej grupie przedsiębiorstw intencjonalne rozliczenia międzyokresowe stanowiły średnio zaledwie 0,0090 aktywów ogółem badanych spółek, to poziom tego wskaźnika był wyraźnie zróżnicowany i wahał się od -0,3377 do 0,6094. Należy jednakże zauważyć, iż aż w przypadku 110 spółek, czyli 49,77% podmiotów stanowiących próbę badawczą zaobserwowano ujemną wartość badanej zmiennej, co wskazuje na celowe raportowanie niższych wyników finansowych przez te spółki w okresie poprzedzającym wprowadzenie ich akcji po raz pierwszy do publicznego obrotu.

Druga część analizy empirycznej była ukierunkowana na poszukiwanie odpowiedzi na pytanie, czy pomiędzy wykorzystaną strategią celowego kształtowania raportowanego wyniku finansowego a formą zrealizowanej pierwszej oferty publicznej występują ewentualne związki i jaki jest ich charakter. Otrzymane rezultaty uwidoczniły występowanie pewnych zależności w tym obszarze, zarówno w przypadku spółek emitujących nowe akcje, jak i procesów redukcji zaangażowania kapitałowego dotychczasowych akcjonariuszy.

Ogólna analiza form realizacji pierwszych ofert publicznych w badanej grupie przedsiębiorstw wskazuje, iż w zdecydowanej większości przypadków (88,69%) debiut na rynku giełdowym związany był z emisją nowych akcji, a w przypadku 54,75% spółek do nabycia inwestorom giełdowym oferowane były wyłącznie tego typu papiery wartościowe. Sprzedaż akcji będących własnością pierwotnych akcjonariuszy nowych spółek giełdowych zaobserwowana została w przypadku 45,25% analizowanych ofert, przy czym z reguły zbycie to połączone było z emisją nowych akcji przez spółkę. Pierwsze oferty publiczne polegające wyłącznie na sprzedaży akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy stanowiły relatywnie niewielką część wszystkich obserwacji – 11,31%.



TABELA 2. Struktura form realizacji pierwszych ofert publicznych z podziałem na stosowane przez spółki strategie zarządzania zyskiem (w %)

Wyszczególnienie	Wyłącznie publiczna subskrypcja	Wyłącznie publiczna sprzedaż	Oferta łączona	Razem [1+2+3]	Nowa emisja [1+3]	Sprzedaż akcji istniejących [2+3]
	1	2	3	4	5	6
Strategia konserwatywna (Q1)	60,00	9,09	30,91	100,00	90,91	40,00
Strategia umiarkowana (Q2)	63,64	9,09	27,27	100,00	90,91	36,36
Strategia umiarkowana (Q3)	50,91	14,55	34,55	100,00	85,45	49,09
Strategia agresywna (Q4)	44,64	12,50	42,86	100,00	87,50	55,36
Cała próba	54,75	11,31	33,94	100,00	88,69	45,25

Źródło: Opracowanie własne.

Wyniki pogłębionej analizy informacji przedstawionych w tabeli 2 w przekroju wyodrębnionych typów strategii celowego kształtowania wyniku finansowego wskazują, że występuje pozytywna zależność pomiędzy celowym zwiększaniem wyniku finansowego poprzez uznaniowe rozliczenia międzyokresowe a redukcją zaangażowania kapitałowego pierwotnych akcjonariuszy. W przypadku 55,36% spółek stosujących agresywną strategię zarządzania wynikiem bilansowym miała miejsce sprzedaż akcji z portfela inwestycyjnego dotychczasowych współników. Dla spółek stosujących strategię konserwatywną udział ten kształtował się na niższym poziomie i wynosił odpowiednio 40,00%. Występowanie tego typu tendencji potwierdzają również informacje odnoszące się do tych transakcji, w których pierwsze ofert publicznych realizowane były w formie wyłącznie publicznej sprzedaży oraz oferty łączonej.

Na podstawie wyników badań empirycznych zaprezentowanych w tabeli 2 można także stwierdzić, że implementacja agresywnej strategii zarządzania zyskiem w czasie poprzedzającym wprowadzenie akcji spółki do publicznego obrotu nie predysponuje do emisji nowych akcji w ramach pierwszej oferty publicznej. Publiczna subskrypcja była częściej obserwowana w tych spółkach, w których intencjonalne rozliczenia międzyokresowe przyjmowały wartości ujemne.



Zależność ta uwidacznia się z większą siłą dla tych przedsiębiorstw, w których pierwotni akcjonariusze w ogóle nie zbywali posiadanych akcji. Sprzedaż akcji pochodzących wyłącznie z nowej emisji została zaobserwowana w przypadku 60,00% spółek stosujących konserwatywną strategię kształtowania wyniku finansowego, wobec odpowiednio 44,64% obserwacji z grupy, gdzie wdrożona została strategia agresywna.

WNIOSKI

Okres licznych zmian organizacyjnych i przekształceń własnościowych związanych z wprowadzeniem po raz pierwszy akcji spółki do publicznego obrotu sprzyja wdrażaniu strategii aktywnego kształtowania wyniku finansowego. Przeprowadzone badania empiryczne wykazały, że menedżerowie spółek debiutujących na GPW w Warszawie w latach 2005–2015 wykorzystywali uznaniowe rozliczenia międzyokresowe w celu odpowiedniego ukształtowania raportowanych rezultatów dotychczas prowadzonej działalności gospodarczej. Otrzymane wyniki wskazują, jednakże na różne kierunki działań podejmowanych w tym obszarze. Próbkę badawczą stanowiły zarówno te przedsiębiorstwa, które usiłowały w ten sposób poprawić prezentowane inwestorom giełdowym wyniki, jak i spółki o ujemnej wartości uznaniowych rozliczeń międzyokresowych.

Przedstawione rezultaty analiz empirycznych wskazują, że pozyskiwanie kapitału do spółki przez emisję nowych akcji częściej występowało w tych podmiotach, w których zaobserwowano ujemną wartość uznaniowych rozliczeń międzyokresowych. Obserwacja ta nie jest zgodna z twierdzeniem zawartym w hipotezie H1, jakoby menedżerowie spółek realizujących pierwszą publiczną subskrypcję dzięki stosowaniu agresywnej strategii kształtowania wyniku finansowego dążyli do pozyskania dodatkowego kapitału do spółki, by zapewnić sobie możliwość osiągnięcia założonych celów bez nadmiernych restrykcji finansowych. Otrzymane rezultaty wskazują raczej, iż działania menedżerów mogą być motywowane innymi czynnikami, do których można zaliczyć zwiększenie szans na przedstawienie lepszych wyników po wprowadzeniu akcji spółki do publicznego obrotu, czy osiągnięcie bądź przekroczenie wartości oczekiwanych przez innych uczestników rynku giełdowego.

Z kolei sprzedaży akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy sprzyja agresywna strategia zarządzania raportowanym wynikiem. Poczynione w tym obszarze obserwacje również nie są zgodne z przypuszczeniem sformułowanym w hipotezie badawczej H2. Może to oznaczać, iż akcjonariusze ci dążą do wyższej wyceny papierów wartościowych w pierwszej ofercie publicznej, przedkładając możliwość osiągnięcia większych wpływów ze sprzedaży akcji w krótkim okresie nad ewentualne negatywne konsekwencje tego typu działań w przyszłości.



Przedstawione w opracowaniu wyniki wstępnych badań wskazują na potrzebę kontynuowania analiz zorientowanych na poszukiwanie czynników kształtujących strukturę akcji oferowanych w ramach pierwszych ofert publicznych oraz stanowią punkt wyjścia do podjęcia dalszych prac badawczych nad wykorzystaniem uznaniowych rozliczeń międzyokresowych w procesie wprowadzania po raz pierwszy akcji do publicznego obrotu. W kontekście otrzymanych rezultatów należy zasygnalizować choćby potrzebę bliższego poznania i scharakteryzowania relacji pomiędzy praktyką intencjonalnego kształtowania wyniku bilansowego a skalą emisji nowych akcji oraz stopniem realizacji procesów dezinwestycji w ramach pierwszych ofert publicznych.

Spis literatury

- ARYA A., GLOVER J.C., SUNDER S. 2003: Are Unmanaged Earnings Always Better for Shareholders?, *Accounting Horizons*, Supplement, s. 111–116.
- BALL R., SHIVAKUMAR L. 2008: Earnings quality at initial public offerings, *Journal of Accounting and Economics* 45, s. 324–349.
- DECHOW P.M., SKINNER D.J. 2000: Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators, *Accounting Horizons* 14 (2), s. 235–250.
- DECHOW P., SLOAN R., SWEENEY A. 1995: Detecting earnings management, *The Accounting Review* 70, s. 193–225.
- DUCHARME L.L., MALATESTA P.H., SEFCIK S.E. 2001: Earnings management: IPO valuation and subsequent performance, *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 16, s. 369–396.
- DUCHARME L.L., MALATESTA P.H., SEFCIK S.E. 2004: Earnings management, stock issues, and shareholder lawsuits, *Journal of Financial Economics* 71, s. 27–49.
- ECKER F., FRANCIS J., OLSSON P., SCHIPPER K. 2013: Estimation sample selection for discretionary accruals models, *Journal of Accounting and Economics* 56, s. 190–211.
- GRABIŃSKI K. 2016: Wpływ kryzysu gospodarczego na aktywne kształtowanie wyniku finansowego w europejskich spółkach giełdowych, *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości* 87 (143), s. 29–42.
- HEALY P.M., WAHLEN J.M. 1999: A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting, *Accounting Horizons* 13 (4), s. 365–383.
- HUYGHEBAERT N., VAN HULLE C. 2006: Structuring the IPO: Empirical evidence on the portions of primary and secondary shares, *Journal of Corporate Finance* 12 (2), s. 296–320.
- ISLAM M.A., ALI R., AHMAD Z. 2011: Is modified Jones model effective in detecting earnings management? Evidence from a developing economy, *International Journal of Economics and Finance* 3 (2), s. 116–125.

- JONES J. 1991: Earnings management during import relief investigations, *Journal of Accounting Research* 29, s. 193–228.
- KLEIN D., LI M. 2009: Factors affecting secondary share offerings in the IPO process, *The Quarterly Review of Economics and Finance* 49 (3), s. 1194–1212.
- LARCKER D. F., RICHARDSON S. A. 2004: Fees paid to audit firms, accrual choices, and corporate governance, *Journal of Accounting Research* 42 (3), s. 625–658.
- RUDOLF S. 2013: Współzależności oportunistyczne interesariuszy w nadzorze korporacyjnym, *Ekonomia* 4 (25), s. 260–272.
- SAJNÓG A. 2015: Rola zysku całkowitego w ocenie rentowności przedsiębiorstwa, *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia* 49 (4), s. 506–516.
- SOSNOWSKI T. 2015: Czas realizacji pełnego wyjścia z inwestycji funduszy private equity na GPW w Warszawie, *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia* 49(4), s. 527–538.
- SUBRAMANYAM K.R. 1996: The pricing of discretionary accruals, *Journal of Accounting and Economics* 22, s. 249–281.
- SUNDER S. 2010: Adverse Effects of Accounting Uniformity on Practice, Education, and Research, *Journal of Accounting and Public Policy* 29 (2), s. 99–114.
- TEOH S.H., WELCH I., WONG T.J. 1998: Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings, *Journal of Finance* 53 (6), s. 1935–1974.
- XIE H. 2001: The mispricing of abnormal accruals, *The Accounting Review* 76, s. 357–373.
- YUNG C., ZENDER J.F. 2010: Moral hazard, asymmetric information and IPO lockups, *Journal of Corporate Finance* 16, s. 320–332.
- ZAROWIN P. 2015: *Estimation of Discretionary Accruals and the Detection of Earnings Management*, Oxford Handbooks Online, Oxford University Press.

EARNINGS MANAGEMENT AND THE DIFFERENTIATION OF THE INITIAL PUBLIC OFFERINGS FORMS

Abstract. This paper empirically investigates the links between the specific strategies of earnings management and the different forms of initial public offerings. Using a sample of 221 IPOs from Warsaw Stock Exchange between 2005 and 2015 I find that the sale of secondary shares by the original shareholders in IPO is more likely in the case of companies, which aggressively manage their earnings. The data also reveal that issuance of new shares is more common in new stock companies with the negative value of the pre-IPO discretionary accruals.

Key words: initial public offering, earnings management, issuance of new shares, secondary shares



ZMIENNOŚĆ WYNIKÓW FINANSOWYCH A ROZWÓJ BANKOWOŚCI ELEKTRONICZNEJ NA PRZYKŁADZIE WYBRANYCH BANKÓW Z POLSKIEGO SEKTORA BANKOWEGO

Emilia Stola

Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Abstrakt. Celem opracowania było określenie zależności między liczbą klientów mających dostęp do bankowości internetowej, a wynikami finansowymi instytucji bankowych. Analizy dokonano na przykładzie wybranych banków komercyjnych, funkcjonujących w polskim sektorze bankowym w latach 2008–2015. W opracowaniu wykazano, że na wartość wyników z działalności operacyjnej najsilniej wpływa wynik z tytułu odsetek. Wyznaczony współczynnik korelacji Pearsona oraz model regresji potwierdziły istnienie umiarkowanej zależności, pomiędzy wzrostem liczby klientów mających dostęp do bankowości internetowej a wartością wypracowanych zysków w wybranych bankach, funkcjonującym w polskim sektorze bankowym.

Słowa kluczowe: banki komercyjne, wynik finansowy, bankowość elektroniczna

WSTĘP

Wraz z postępowaniem technologicznym oraz rosnącą świadomością finansową społeczeństwa następuje rozwój bankowości elektronicznej. Samo pojęcie bankowości elektronicznej obejmuje wiele możliwości świadczenia usług bankowych, których wspólną cechą jest wykorzystanie technologii teleinformatycznych przez bank. Najczęściej ten rodzaj bankowości rozpatrywany jest jako proces korzystania

z usług bankowych za pośrednictwem sieci internetowej. Niewątpliwie do wzrostu liczby osób korzystających z bankowości elektronicznej, w tym do rozszerzenia przez banki zakresu oferowanych usług w ramach bankowości elektronicznej miał znaczenie Internet. Wdrożenie nowoczesnych technologii przez banki usprawniło proces świadczenia usług bankowych, jak również spowodowało ograniczenie kosztochłonnej obsługi *front office*, a więc przede wszystkim kosztów utrzymania dużej liczby placówek bankowych i ich wyposażenia oraz personelu, na rzecz obsługi *back office*. Ponadto rozwój Internetu spowodował znaczne zainteresowanie klientów tą formą komunikacji z bankiem. W związku z tym większość banków, funkcjonujących w polskim sektorze bankowym, już na etapie podpisywania umów o produkty bankowe oferuje klientom udostępnienie bankowości elektronicznej.

Korzystanie z bankowości internetowej jest dla klientów wygodnym rozwiązaniem, pozwalającym na zaoszczędzenie przede wszystkim czasu, ze względu na to, że większość podstawowych operacji bankowych klient może wykonać samodzielnie przez serwis transakcyjny, bez konieczności udawania się do oddziału banku. Dodatkowo, opłaty w bankowości elektronicznej są zazwyczaj mniejsze, niż wykonane w oddziale banku, a część operacji jest bezpłatna. Wszystkie te czynniki powodują, iż liczba osób korzystających z kont osobistych z dostępem do bankowości elektronicznej zwiększa się, z prognozą stałego zwiększenia liczby tych klientów. Z drugiej strony, każdy nowy klient jest dla banku potencjalnym źródłem zysku, a więc powinien mieć znaczenie w poziomie kształtowego wyniku finansowego tej instytucji.

METODY BADAŃ

Celem opracowania było określenie zależności między liczbą klientów mających dostęp do bankowości internetowej, a wynikami finansowymi wybranych instytucji bankowych, funkcjonujących w polskim sektorze bankowym, jako spółki akcyjne. Okres, który poddano analizie to lata 2008–2015. Do zrealizowania celu, w opracowaniu przyjęto następującą hipotezę badawczą: liczba klientów mających dostęp do bankowości elektronicznej ma istotny statycznie wpływ na wypracowane zyski końcowe banków komercyjnych.

Realizacja celu opracowania oraz weryfikacja hipotezy została dokonana na podstawie wybranych trzech banków komercyjnych. Banki te znajdują się w pierwszej dziesiątce pod względem wielkości aktywów w polskim sektorze bankowym, o wartości sumy bilansowej odpowiednio: Bank A – powyżej 200 mld zł (bank duży), Bank B – powyżej 100 mld zł (bank średni) oraz Bank C – powyżej 50 mld zł (bank mały). Wybrane banki są notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych S.A.



Do analizy statystycznej i ekonometrycznej wykorzystano dane kwartalne, począwszy od I kwartału 2008 r. do IV kwartału 2015 r. Głównie były to dane pochodzące ze sprawozdań finansowych wybranych banków, dotyczące wyników finansowych, w tym wyników operacyjnych: odsetkowego i pozaodsetkowego oraz wyników: netto i brutto. Informacje dotyczące liczby klientów, którzy korzystali z bankowości elektronicznej w wybranym okresie, otrzymano z danych udostępnionych przez badane banki oraz z raportów i opracowań publikowanych przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF) oraz Związek Banków Polskich (ZBP).

Przeprowadzone badania koncentrują się głównie na analizie zmienności kwartalnych wyników finansowych oraz zmienności liczby klientów korzystających z bankowości internetowej na koniec każdego kwartału okresu badawczego. W pierwszym etapie dokonano analizy wybranych banków na podstawie liczby klientów korzystających z bankowości elektronicznej w tych instytucjach. Następnie przeprowadzono analizę wyników finansowych tych podmiotów także na podstawie danych kwartalnych. Do oceny sytuacji finansowej banków zostały wykorzystane przede wszystkim uzyskane wyniki z działalności operacyjnej, w tym wynik z tytułu odsetek oraz z tytułu prowizji i opłat oraz pozostałe przychody operacyjne. W ostatnim etapie badań przeprowadzono analizę korelacji i regresji uzyskanych danych.

Do oceny zależności między dwiema zmiennymi przyjęto współczynnik korelacji liniowej Pearsona. Jest to iloraz kowariancji pomiędzy badanymi zmiennymi i iloczynem odchyleń standardowych dla obu zmiennych (wzór 1).

$$r_{xy} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2 \sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}} \quad (1)$$

Współczynnik ten jest podstawową miarą wykorzystywaną do określenia współzmienności między dwiema cechami mierzalnymi [Stanisz 2006]. Następnie oszacowany został model regresji liniowej, który zakłada, że zależność między zmienną objaśnianą (zależną – wynik finansowy), a objaśniającą (liczba klientów, która ma dostęp do bankowości elektronicznej) jest liniowa. Do wyliczenia współczynników linii regresji wykorzystano metodę najmniejszych kwadratów. Z kolei do oceny dopasowania oszacowanego modelu wyznaczono współczynnik determinacji R^2 , którego poziom wskazuje, jaki procent zmienności kwartalnego wyniku finansowego osiągniętego przez bank wynikał ze zmienności liczby klientów korzystających z bankowości internetowej w tym banku.



ISTOTA BANKOWOŚCI ELEKTRONICZNEJ

W literaturze występuje wiele koncepcji bankowości elektronicznej. Według Komitetu Bazylejskiego ten rodzaj bankowości jest tożsamy ze zdalną obsługą klientów przez banki w zakresie operacji lokowania środków pieniężnych, finansowania działalności, zarządzania saldem na rachunku bankowym oraz dokonywania rozliczeń płatniczych i obrotów pieniądzem elektronicznym [Basel Committee on Banking Supervision 1998]. Poszczególne definicje bankowości elektronicznej są dosyć spójne, ale różnią się stopniem uszczegółowienia, klasyfikacji, jak również odmiennym postrzeganiem istoty bankowości internetowej. Sytuacja ta wynika głównie z różnego przeznaczenia sformułowanych definicji bankowości elektronicznej. Wyróżnia się trzy podstawowe podejścia do zdefiniowania tego rodzaju bankowości. Po pierwsze, jako zestaw kanałów dystrybucji umożliwiający dostęp do usług banku, następnie, jako specyficzną usługę bankową, jak również, jako działalność bankową prowadzoną w specjalnej formie [Polasik 2012].

Według ustawy o elektronicznych instrumentach płatniczych usługa bankowości elektronicznej jest zapewnieniem dostępu do środków pieniężnych zgromadzonych na rachunku za pośrednictwem urządzeń łączności przewodowej lub bezprzewodowej wykorzystywanych przez posiadacza, a także do wykonywania operacji lub innych czynności zleconych przez posiadacza [Dz.U. 2002 nr 169, art. 29]. Szczegółowiej problem definicji przedstawiono w Rekomendacji D, sformułowanej przez KNF a dotyczącej zarządzania ryzykami towarzyszącymi systemom informatycznym i telekomunikacyjnym używanym przez banki. Zgodnie z nią bankowość elektroniczna jest dostarczaniem produktów oraz usług bankowych w dowolnym miejscu i czasie za pomocą elektronicznych kanałów dystrybucji przy użyciu urządzeń elektronicznych takich jak komputer, czy telefon [Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego 2002].

Zarówno A. Janc, G. Kotliński, jak i B. Świecka zauważyli, iż bankowość elektroniczna jest funkcjonuje jako kompleks systemów informatycznych, które z jednej strony obsługują transakcje klientów [Janc i Kotliński 1999], jak i umożliwiają konstruowanie zupełnie nowych usług bankowych [Świecka 2008]. Dodatkowo, D. Dziuba definiuje bankowość elektroniczną, jako zdalność i bezkontaktowość w dostępie do usług bankowych, a więc obsługę bez konieczności udawania się do placówki banku [Dziuba 2002].

Do podstawowych korzyści z bankowości elektronicznej dla banku, zalicza się przede wszystkim efekty ekonomiczne, w tym obniżenie kosztów inwestycyjnych oraz bieżących. Jednocześnie oznacza redukcję kosztów związanych z rozbudowaną strukturą oddziałów, co umożliwia bankom zmniejszanie nakładów związanych z utrzymaniem nieruchomości i ich wyposażeniem, a także z kosztami wynagrodzeń dla personelu. Ponadto koszty związane ze stworzeniem i uruchomieniem serwisu transakcyjnego są przybliżone z wydatkami ponoszonymi na otwarcie



jednego oddziału stacjonarnego, a nawet oceniane jako niższe [Grzechnik 2002]. Poza tym internetowe kanały dystrybucji usług ułatwiają bankom osiągnięcie globalnego zasięgu i dają możliwość dotarcia do szerokiej grupy klientów lub do regionów, w których otwarcie tradycyjnego oddziału banku nie byłoby opłacalne chociażby ze względu na małą liczbę mieszkańców.

Klienci korzystający z bankowości elektronicznej uzyskują efekty finansowe i niefinansowe. Najczęściej obsługa konta osobistego z dostępem przez sieć internetową, a także operacje wykonywane online charakteryzują się małymi opłatami lub są bezpłatne w porównaniu do operacji zleczanych w standardowych oddziałach. Poza korzyściami ekonomicznymi, niewątpliwą zaletą jest dostęp do zgromadzonych środków na koncie o każdej porze i w każdym miejscu, w którym istnieje dostęp do Internetu [Rogers 1999], co umożliwia zaoszczędzenie czasu oraz kosztów podróży do placówki bankowej.

BANKOWOŚĆ ELEKTRONICZNA W POLSKIM SEKTORZE BANKOWYM

Rynek bankowości elektronicznej w Polsce zaczął rozwijać się z początkiem lat 90. XX wieku. Był to okres, po reformie sektora bankowego, w którym zainstalowano pierwsze bankomaty w Polsce oraz wydano pierwsze karty płatnicze. Niewątpliwym czynnikiem dynamizującym rozwój tego obszaru bankowości była prywatyzacja banków oraz związany z nią przepływ technologii z zachodnich banków [Polasik 2012]. Drugim ważnym impulsem był rozwój sieci internetowej, a zwłaszcza liczba użytkowników Internetu.

Liczba klientów mających podpisane umowy o bankowość internetową z każdym kolejnym rokiem ulega zwiększeniu. Według danych ZBP na koniec 2015 r. około 30 mln klientów miało dostęp do usług bankowych za pośrednictwem bankowości elektronicznej, a około 14 mln klientów regularnie¹ korzystało z tego kanału dostępu, podczas gdy w 2011 r. liczba klientów z dostępem do bankowości internetowej wynosiła około 17 mln, a aktywnie korzystających było około 9 mln osób. W 2008 r. liczba klientów bankowości elektronicznej nie przekraczała 10 mln osób.

Spośród wybranych do badania banków (A, B, C) najwięcej klientów mających dostęp do bankowości elektronicznej miał Bank A, o największej sumie aktywów, a następnie Bank B. Jednocześnie oba banki znajdowały się w pierwszej trójce banków o największej liczbie klientów bankowości elektronicznej w Polsce

¹ Za aktywnych klientów przyjęto takich, którzy w ciągu jednego miesiąca dokonali przynajmniej jednej operacji na danym rachunku przez dostęp przez sieć internetową.



w 2015 r. Jednocześnie banki te w wybranym okresie charakteryzowały się coraz większą liczbą klientów bankowości elektronicznej oraz dodatnią tendencją przyrostów wyników finansowych.

WYNIKI BADAŃ

W tabeli 1 ukazano wartości współczynnika korelacji dla każdego banku. Dla żadnego z wybranych banków nie odnotowano silnych współzmienności między liczbą klientów mających dostęp do bankowości internetowej na koniec każdego kwartału, a kwartalnymi zyskami netto² tych banków. Według Stanisza wielość tego współczynnika zawierająca się w przedziale od 0,3 do 0,5 powinna być interpretowana jako korelacja przeciętna (umiarkowana) [Stanisz 2006]. Dla największego banku A, zwiększenie się liczby klientów, korzystających z bankowości elektronicznej, pomniejszyło zysk (tabela 1), co wynikało z większych kosztów obsługi *back office* oraz kosztów zabezpieczeń i zapewnienia bezpieczeństwa w Internecie, jak również koszty narzędzi autoryzacji transakcji bankowych. Współczynnik determinacji R^2 obliczony dla tej zależności wyniósł 0,21. Tak, więc 21% zmienności kwartalnego wyniku finansowego osiągniętego przez bank wynikało ze zmienności liczby klientów korzystających z bankowości internetowej w tym banku. Jednocześnie z oszacowanego modelu (wzór 2) wynika, że przy wzroście liczby klientów (x), z dostępem do bankowości elektronicznej o 1 tys. osób to kwartalny zysk netto w banku A ulegnie zmniejszeniu o około 0,09 tys. zł przy założeniu *ceteris paribus*³.

$$\text{Bank A zysk netto}_{kw} = -0,09x + 1\,228\,870,21 \quad (2)$$

Podobna sytuacja jak w przypadku banku A, była w najmniejszym banku, spośród badanych – banku C. Wyznaczony współczynnik korelacji wyniósł około -0,4 (tabela 1). Współczynnik determinacji R^2 w tym przypadku kształtował się na poziomie 0,19. Co oznacza, że 19% zmienności kwartalnego wyniku finansowego osiągniętego przez ten bank wynikało ze zmienności liczby klientów korzystających z bankowości elektronicznej w tym banku, natomiast 81% zmienności

² W opracowaniu zaprezentowano tylko wyniki oszacowanych zależności dla wyników finansowych netto, ze względu na fakt, iż tylko w przypadku wyniku finansowego netto wyniki były statystycznie istotne, przy poziomie $p > 0,05$. Dla pozostałych kategorii wynikowych, tj. wynik finansowy brutto oraz wynik operacyjny, wyniki poszczególnych banków, okazały się statycznie nieistotne.

³ *Ceteris paribus* z łac. *ceteri* – wszyscy inni, pozostali, reszta; *pariter* – równie, w podobny sposób, podobnie. Zwrot w opracowaniu oznaczający: „przy pozostałych czynnikach niezmiennych”.



zysku netto wyjaśniana jest przez inne czynniki, które nie zostały ujęte w analizie. Oszacowany model (wzór nr 3) wskazuje, że uwzględniając założenie *ceteris paribus*, zwiększenie się liczby klientów, korzystających z bankowości elektronicznej o 1 tysiąc osób spowoduje spadek kwartalnego zysku netto tej instytucji o około 0,21 tys. zł.

$$\text{Bank C zysk netto}_{kw} = -0,21x + 392\,980,23 \quad (3)$$

W banku średnim – B wyznaczana korelacja była podobnie jak w przypadkach dwóch poprzednich banków, umiarkowana, ale dodatnia. Oznacza to, że wraz ze zwiększeniem się liczby osób z dostępem do bankowości elektronicznej, zwiększa się wynik finansowy banku. Jednak akurat w tym przypadku należy pamiętać, że badana zmienna niezależna jest jedną z bardzo wielu innych zmiennych, które także oddziałują na wynik finansowy banku. Współczynnik korelacji Pearsona dla tego banku wyniósł około 0,3 (tabela 1), natomiast współczynnik determinacji R^2 dla tej zależności przyjął poziom 0,11. Co można interpretować, jako 11% zmienności kwartalnego wyniku finansowego osiągniętego przez bank B wynikało ze zmienności liczby klientów, którzy w latach 2008–2015 mieli dostęp do bankowości elektronicznej w tym banku, natomiast 89% zmienności kwartalnego zysku netto wyjaśniana jest przez inne czynniki, nie ujęte w tym badaniu. Oszacowany model (wzór 4) można interpretować, że zmiana liczby klientów z bankowości elektronicznej powoduje zmianę wyniku kwartalnego o około 0,06 tys. zł przy założeniu *ceteris paribus*.

$$\text{Bank B zysk netto}_{kw} y = 0,06x + 112\,971,89 \quad (4)$$

TABELA 1. Wartości współczynnika korelacji między liczbą klientów, korzystających z bankowości elektronicznej a wynikami finansowymi banków w latach 2008–2015

Bank	Aktywa w mld zł	Współczynnik korelacji	R^2
A	Powyżej 200	-0,4789	0,21
B	Powyżej 100	0,3114	0,11
C	Powyżej 50	-0,4001	0,19

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych i wyliczeń korelacji.

WNIOSKI

Celem opracowania było sprawdzenie czy istnieje zależność między liczbą klientów, mających dostęp do bankowości internetowej, a wynikami finansowymi wybranych instytucji bankowych, funkcjonujących w polskim sektorze bankowym. Jednocześnie w artykule określono stopień tej zależności, przyjmując do analizy



lata 2008–2015⁴. Na podstawie przeprowadzonych badań własnych oraz materiałów empirycznych sformułowano następujące wnioski:

1. Liczba klientów mających dostęp do bankowości internetowej w polskim sektorze bankowym, w badanym okresie z roku na rok zwiększyła się. Na koniec 2015 r. według danych ZBP wynosiła około 30 mln klientów, podczas gdy na początku okresu, objętego badaniem, tj. w 2008 r. liczba klientów bankowości elektronicznej nie przekraczała 10 mln osób. Niewątpliwie świadczy to o rosnącym poziomie ubankowienia społeczeństwa. Także w każdym z trzech banków, objętych badaniem odnotowano wzrost liczby klientów mających dostęp do bankowości elektronicznej. Same banki utożsamiają ten wzrost z ciągłym wprowadzaniem nowoczesnych produktów i umożliwianiem wykonywania większości operacji bankowych za pomocą serwisu transakcyjnego, przy jednoczesnym zapewnieniu bezpieczeństwa tych transakcji. Ponadto wszystkie banki, objęte analizą osiągały dodatnie wyniki finansowe. Na uwagę zasługuje fakt, iż żadna z badanych instytucji bankowych nie odnotowała spadków zysku na skutek wydarzeń mających miejsce w sektorze bankowym w 2015 r., tj. ogłoszenia upadłości Banku Spółdzielczego w Wołominie (SBRIR Wołomin), jak również z powodu podwyżki rocznych opłat na Bankowy Fundusz Gwarancyjny. Pod względem struktury wyników z działalności operacyjnej, we wszystkich trzech bankach najważniejszy był wynik z tytułu odsetek, który kształtował się średnio na poziomie 2/3 całego wyniku operacyjnego.
2. Wyznaczony współczynnik korelacji Pearsona między liczbą klientów mających dostęp do bankowości internetowej a zyskiem netto w każdym kwartale w latach objętych analizą wskazuje na istnienie przeciętnej (umiarkowanej) korelacji. W przypadku Banków A i C korelacja ta była ujemna, co wskazywałoby, że wraz ze zwiększeniem się liczby klientów, korzystających z bankowości elektronicznej, zyski tych banków ulegają zmniejszeniu. Z jednej strony stan ten może być spowodowany stosowaniem strategii kompensacyjnej przez te instytucje, co oznacza, że bank oferuje zarówno dostęp do bankowości elektronicznej nieodpłatnie, jak i większość usług bankowych jest bezpłatnych, koszty funkcjonowania natomiast rekompensowane są przez innych klientów banków lub kredytujące usługi bankowe. Dodatnia korelacja wystąpiła w banku B, który nie stosuje tej strategii, za wszystkie poszczególne usługi w ramach bankowości elektronicznej klient musi uiścić opłatę lub prowizję.

⁴ Przeprowadzona analiza obejmowała działalność tylko wybranej próby, tj. trzech różnych banków komercyjnych, funkcjonujących w polskim sektorze bankowym, jako spółki akcyjne. Dlatego też sformułowane wnioski z przeprowadzonych badań mają charakter fragmentaryczny, a uzyskane wyniki badań nie mogą być uogólnione na cały sektor bankowości komercyjnej w Polsce.



3. Współczynniki determinacji R^2 obliczone dla zależności wybranych banków kształtowały się na poziomie 0,11 dla banku B i odpowiednio 0,21 dla banku A i 0,19 dla banku C. Oznacza to, że około 11% (bank B), 19% (bank C) i 21% (bank A) zmienności kwartalnego wyniku finansowego osiągniętego przez te banki wynikała ze zmienności liczby klientów korzystających z bankowości internetowej w tym banku, natomiast pozostała część (do sumy 100%) zmienności kwartalnego zysku netto wyjaśniana była przez inne czynniki, które nie zostały ujęte w przeprowadzonej analizie statystycznej oraz empirycznej.
4. Liczba klientów mających dostęp do bankowości internetowej nie jest czynnikiem decydującym o wypracowanym zysku netto. Należy, zatem stwierdzić, że nie istnieje silna dodatnia korelacja między liczbą klientów mających dostęp do bankowości internetowej a wynikami finansowymi w wybranych bankach komercyjnych w latach 2008–2015. Tym samym postawiona hipoteza, iż liczba klientów mających dostęp do bankowości elektronicznej ma istotny statycznie wpływ na wypracowane zyski końcowe banków komercyjnych w opracowaniu nie może zostać przyjęta. W kolejnych latach na pewno kanał dostępu, którym jest bankowość elektroniczna, będzie wykazywał tendencję wzrostową, głównie ze względu na postęp technologiczny oraz rosnące zainteresowanie klientów, którzy ten rodzaj komunikacji z bankiem wybierają ze względu na komfort oraz możliwy dostęp bez względu na czas otwarcia placówki bankowej.

Spis literatury

- Basel Committee on Banking Supervision 1998: Risk management for electronic banking and electronic money activities, Basel, <http://www.bis.org/publ/bcbs35.pdf> (dostęp: 05.08.2012).
- DZIUBA B. 2002: Systemy informatyczne w obsłudze banków detalicznych, WNE UW, Warszawa.
- Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego 2002: Rekomendacja D dotycząca zarządzania ryzykami towarzyszącymi systemom informatycznym i telekomunikacyjnym używanym przez banki, tekst zaktualizowany, Warszawa, https://www.knf.gov.pl/Images/rekomendacja_d_tcm75-8552.pdf (dostęp: 16.01.2016).
- GRZECHNIK J. 2002: Bankowość Internetowa, Internetowe centrum promocji, Gdańsk.
- JANC A., KOTLIŃSKI G. 1999: Wykorzystanie bankowości elektronicznej w rozwoju usług, Bank 9, s. 33–38.
- POLASIK M. 2012: Bankowość elektroniczna. Istota – Stan – Perspektywy, CeDeWu, Warszawa.
- ROGESRS E.M. 1993: Diffusion of innovations, Free Press, New York.
- STANISZ A. 2006: Przystępny kurs statystyki z zastosowaniem STATISTICA PL na przykładach z medycyny, StatSoft Polska, Kraków.



ŚWIECKA B. 2008: Bankowość Elektroniczna, CeDeWu, Warszawa.

Ustawa z dnia 12 września 2002 r. o elektronicznych instrumentach płatniczych (Dz.U. 2002 nr 169 poz. 1385 ze zm.).

Związek Banków Polskich 2016: Raport NetB@ank, Warszawa, <https://zbp.pl/raporty/raport-netb-nk> (dostęp: 16.01.2016 r.).

**THE CHANGEABILITY OF FINANCIAL RESULTS
VS. THE DEVELOPMENT OF THE ELECTRONIC BANKING
ON THE EXAMPLE OF BANKS FROM THE POLISH BANKING SECTOR**

Abstract. The aim of the elaboration was to determine the relation between the number of customers having an access to the electronic banking and banks' financial results. Analysis was made on the example of chosen commercial banks, functioning in the Polish banking industry in years 2008–2015. On the basis of its analysis of the financial situation, it was found that the value of the net interest income was relevant on bank's financial result. The calculated Pearson's correlation and regression model indicates there is a moderate or weak correlation, what means that the increase of the number of customers having an access to the electronic banking in the slight degree affected the value of retained earnings at chosen banks, functioning in the Polish banking industry

Key words: commercial banks, financial results, electronic banking



MIĘDZYNARODOWY STANDARD RACHUNKOWOŚCI 40 A FAKTYCZNE KWALIFIKOWANIE NIERUCHOMOŚCI JAKO INSTRUMENTU FINANSOWEGO

Agnieszka Wójcik

Zakład Rynków Finansowych

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

Abstrakt. Przedmiotem artykułu są rozbieżności między zakresem definicyjnym nieruchomości inwestycyjnej w świetle MSR 40 a praktyką rynkową. W zależności od warunków oraz przyjętych kryteriów nieruchomość może być zarówno inwestycją rzeczową, jak i inwestycją finansową. Celem artykułu jest zwrócenie uwagi na to, że trudności i niejednoznaczności kwalifikacyjne doprowadziły do rozdziału w praktyce pojęcia „nieruchomości inwestycyjnej” od kategorii „inwestycji finansowej”. Podstawą do sformułowania wniosków stały się badania przeprowadzone na próbie 58 spółek.

Słowa kluczowe: nieruchomość inwestycja, nieruchomość, inwestycja finansowa, MSR 40

WSTĘP

Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) kładą istotny nacisk na prezentację składników majątkowych i zobowiązań w sposób najlepiej oddający ich faktyczną wartość rynkową, sięgając przy tym po kategorię tzw. wartości godziwej [Hołda 2015]. Ujęcie aktywów i pasywów według podejścia „wartości godziwej” pozwala spojrzeć na składniki majątkowe oraz źródła finansowania jako na instrumenty inwestycyjne, zastosowane przez przedsiębiorstwo w procesie działalności gospodarczej.

Szczególnym rodzajem instrumentu inwestycyjnego są nieruchomości. Niejednoznaczności powstają tutaj na tle zmian kryteriów kwalifikacji analogicznych

nieruchomości do grupy instrumentów inwestycji finansowych lub do grupy instrumentów inwestycji rzeczowych. Celem tego artykułu jest wskazanie, że obszary niejednoznaczności w świetle kwalifikacji nieruchomości do kategorii nieruchomości inwestycyjnych na gruncie MSR 40 „nieruchomości inwestycyjne” spowodowały w praktyce rozdzielenie kategorii „nieruchomości inwestycyjnej” od kategorii „inwestycji finansowej”. Powyższe wnioski bazują na analizie decyzji 58 podmiotów notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) w zakresie zastosowania MSR 40.

KATEGORIA NIERUCHOMOŚCI INWESTYCYJNEJ W ŚWIETLE MSR 40

Międzynarodowy Standard Rachunkowości 40 definiuje nieruchomość inwestycyjną następująco „Nieruchomość inwestycyjna to nieruchomość (grunt, budynek lub część budynku albo oba te elementy, którą właściciel lub leasingobiorca w leasingu finansowym traktuje jako źródło przychodów z czynszów lub utrzymuje w posiadaniu ze względu na przyrost ich wartości, względnie obie te korzyści, przy czym nieruchomość taka nie jest:

- (a) Wykorzystywana przy produkcji, dostawach dóbr, świadczeniu usług lub czynnościach administracyjnych lub
- (b) Przeznaczona na sprzedaż w ramach zwykłej działalności jednostki”. [Adamkiewicz 2014].

Tym samym MSR 40 bezspornie wskazuje, że nieruchomością inwestycyjną może być tylko nieruchomość, mająca charakter inwestycji finansowej lub, jeśli nastąpi definiowanie przez wykluczenie, tylko taka nieruchomość, która nie ma charakteru inwestycji rzeczowej. Mandziuk, Nawra i Ossowski podkreślają, iż istotą inwestycji rzeczowej jest wydatkowanie środków finansowych w celu nabycia dóbr inwestycyjnych (w tym papierów wartościowych oraz aktywów niematerialnych), które zostaną wykorzystane do realizacji procesów inwestycyjnych i umożliwią osiągnięcie w przyszłości korzyści wyższych niż konieczne do ponieśnięcia nakłady [Mandziuk, Nawra i Ossowski 2016]. Definicja ta nie pozwala na wyraźne rozróżnienie, czy nieruchomość ma charakter inwestycji rzeczowej czy finansowej, gdyż również istotą inwestycji finansowej jest oczekiwanie korzyści przewyższających nakłady.

Bardziej klarownego kryterium klasyfikacji nieruchomości jako instrumentu inwestycji rzeczowej lub finansowej dostarcza charakter (bezpośredniość) inwestycji. Pod tym względem inwestycje można podzielić na inwestycje:

- bezpośrednie (czyli takie, w których dochodzi do faktycznego przejęcia kontroli nad zasobem nieruchomości),



- pośrednie (czyli realizowane poprzez kanał rynku papierów wartościowych),
- inwestycje semibezpośrednie (czyli nabycie praw do nieruchomości lub nabycie papierów wartościowych podmiotów operujących na rynku nieruchomości). Inwestycje bezpośrednie mają charakter inwestycji rzeczowych, a inwestycje pośrednie inwestycji finansowych. Inwestycje semibezpośrednie mają charakter niejednoznaczny [Śmietana 2009].

Każdemu z typów inwestorów działających na rynku nieruchomości można przypisać określone rodzaje strategii, co pozwala na wstępną ocenę w zakresie możliwości wykorzystania przez dany podmiot MSR 40, jako podstawy do wykazania przychodów z tytułu przeszacowania nieruchomości do wartości godziwej [Śmietana 2009]:

- 1) Strategię pośrednią mogą stosować inwestorzy finansowi, towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne zamknięte (FIZ) i fundusze inwestycyjne otwarte (FIO) rynku nieruchomości, fundusze typu *Real Estate Investment Trust* (REIT) i przedsiębiorstwa niedeweloperskie; strategia ta pozwala na zastosowanie MSR 40,
- 2) Strategię semiposrednią mogą stosować FIZ rynku nieruchomości, REIT oraz przedsiębiorstwa niedeweloperskie i deweloperzy, brak tutaj jednoznaczności co do możliwości zastosowania MSR 40,
- 3) Strategię bezpośrednią mogą stosować inwestorzy finansowi, towarzystwa ubezpieczeniowe, FIZ rynku nieruchomości, REIT, przedsiębiorstwa niedeweloperskie i deweloperzy; możliwość stosowania MSR 40 należałoby jednoznacznie odrzucić tylko w wypadku deweloperów.

Pozornie niejednoznaczność w zakresie zastosowania MSR 40 powinna występować tylko w przypadku strategii semibezpośredniej, czyli w sytuacji, gdy brak jest klarowności co do niespełnienia przez inwestycję kryterium „inwestycji finansowej”. Według K. Śmietany, kryterium przejęcia kontroli nad aktywem stanowi o zmianie charakteru inwestycji z finansowej na rzeczową. Należy jednak zaznaczyć, że nabycie jakiegokolwiek aktywa lub przyjęcie go w leasing zawsze daje właścicielowi (korzystającemu) pewien określony zakres kontroli. Można co prawda wprowadzić dodatkowe kryterium, np. korzystanie z prawa kontroli. Jednak wówczas konieczne byłoby wyznaczenie jego zakresu, gdyż korzystanie z prawa kontroli może być rozumiane zarówno jako aktywne zarządzanie przedmiotem inwestycji, jak i jako czerpanie korzyści wynikających z prawa kontroli.

Z zasady każda inwestycja finansowa pociąga za sobą pewien zakres kontroli oraz konieczność realizacji procesu zarządzania przedmiotem inwestycji, np. nabycie akcji spółki daje właścicielowi oprócz pewnych praw majątkowych również prawa korporacyjne (czyli kontrolę) [Dębski 2014], chociaż nie musi on tych praw egzekwować. W momencie nabycia akcji inwestor bierze też na siebie obowiązek realizacji procesów niezbędnych do zarządzania aktywem finansowym i jego



utrzymania, np. odpowiedniej wyceny w sprawozdawczości oraz okresowej weryfikacji opłacalności utrzymywania otwartej pozycji inwestycyjnej. W praktyce więc nie istnieją w pełni „bezobsługowe” inwestycje, co z kolei powoduje, że przyjęcie kryterium kontroli i zarządzania inwestycją jest kryterium arbitralnym i wymagającym doprecyzowania, chociaż w swoim założeniu – bezdyskusyjnie zasadnym. Zdaniem J. Gierusza kryterium kwalifikacji może być pewna samoistość przepływów generowanych dzięki składnikowi majątku (w tym przypadku nieruchomości inwestycyjnej) [Gierusz 2009].

Bardziej jednoznacznym kryterium decyzyjnym, czy nieruchomości może być uznana z perspektywy spółki za instrument finansowy (a więc czy możliwe jest zastosowanie MSR 40), jest kryterium wskazane przez H. Greuninga i M. Koena. Zaproponowali oni algorytm decyzji o prawidłowości zakwalifikowania nieruchomości jako inwestycyjnej. Drzewo decyzyjne bazujące na zaproponowanym przez nich algorytmie zostało zaprezentowane w tabeli 1¹.

TABELA 1. Drzewo decyzyjne w zakresie możliwości zastosowania MSR 40

Kryterium	Pozytywna weryfikacja	Negatywna weryfikacja
Czy nieruchomości jest utrzymywana w celu sprzedaży, w ramach podstawowej działalności operacyjnej? (ang. <i>Is the property held for sale in the ordinary course of business?</i>)	MSR 2 „Zapasy”	następne kryterium decyzyjne
Czy nieruchomości jest użytkowana (zajmowana) przez właściciela? (ang. <i>Is the property owner-occupied?</i>)	MSR 16 „Rzeczowe aktywa trwałe”	następne kryterium decyzyjne
Czy nieruchomości jest w trakcie budowy/rozbudowy? (ang. <i>Is the property being constructed or developed?</i>)	MSR 11 „Umowy o usługę budowlaną” (niejednoznacznie) ^a	następne kryterium decyzyjne
Czy nieruchomości spełnia kryteria rozpoznania jej jako nieruchomości inwestycyjnej? ^b (ang. <i>Does the investment property meet the recognition requirements?</i>)	MSR 40 „Nieruchomości inwestycyjne”	ponowne rozpoznanie według kryteriów

^a Kryterium nieruchomości w trakcie wznoszenia przestało być kryterium ostrym, odkąd MSR 40 pozwala na kwalifikowanie nieruchomości w trakcie budowy jako nieruchomości inwestycyjnych (o ile docelowo spełnią one kryterium nieruchomości inwestycyjnej). Pomimo tej zmiany nadal podstawowym MSR obejmującym nieruchomości w trakcie wznoszenia dla przedsiębiorstw niedeweloperskich pozostaje MSR 11.

^b Należy porównać z wymogami definicyjnymi wskazanymi w MSR 40.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Greuning i Koen [2011, s. 158].

¹ Algorytm zaktualizowano zgodnie ze zmianami, jakie wprowadzono do MSSF od momentu jego opracowania.



MSR 40 A DZIAŁALNOŚĆ DEWELOPERSKA

Niekiedy w literaturze pojawia się pogląd, przyjmujący MSR 40, jako interpretację kryteriów decyzyjnych, co można uznać za nieruchomości inwestycyjną, a wątpliwości mogłyby się pojawiać jedynie na gruncie dosłownej interpretacji ustawy o rachunkowości: „Traktując ten przepis literalnie, można dokonać klasyfikacji nieruchomości inwestycyjnych w oparciu o przedmiot działalności jednostki określony w umowie/statucie i tym samym dojść do wniosku, że działalność statutowa polegająca na inwestowaniu w nieruchomości oznacza w praktyce ich użytkowanie. Interpretacja taka nie jest jednakże zgodna z nadrzędną zasadą przewagi treści ekonomicznej nad formą prawną, a ponadto nie odpowiada regulacjom MSR 40”. [Siewierska, Kołosowski i Ławniczak 2016]. Powyższy przykład wydaje się być nie w pełni adekwatny, gdyż wskazany w nim statutowy obszar działalności, polegający na inwestowaniu w nieruchomości, wskazuje raczej na realizację inwestycji o charakterze finansowym (strategii pośrednich lub semi-bezpośrednich według klasyfikacji K. Śmietany), sugeruje to, iż niezasadnym byłoby wyłączenie możliwości stosowania MSR 40 przez FIO, FIZ i REIT. Ta kwestia wydaje się absolutnie bezsporna.

Realny problem interpretacyjny, czy można zastosować MSR 40, pojawia się w przypadku podmiotów realizujących inwestycje bezpośrednie na rynku nieruchomości tj. strategię użytkownika, lokacyjną i deweloperską [Śmietana 2009]. Greuning i Koen dowiedli bowiem, że utrzymywanie nieruchomości w ramach normalnej działalności operacyjnej wyłącza tę nieruchomość z możliwości kwalifikowania jej jako nieruchomości inwestycyjnej czyli inwestycji finansowej. Oznacza to, że powstaje wątpliwość, czy w ogóle w przypadku przedsiębiorstw deweloperskich może zaistnieć inwestycja w nieruchomość będącą inwestycją finansową, a nie rzeczową. Zgodnie z treścią MSR 40 nieruchomością inwestycyjną (a więc instrumentem finansowym) może być nieruchomość utrzymywana w celu dalszej odsprzedaży po wyższej cenie, czynszowa lub jeszcze bez przeznaczenia. Wszystkie te aspekty są co do zasady realizowane w ramach podstawowej działalności operacyjnej deweloperów:

- 1) Nieruchomość utrzymywana w celu dalszej odsprzedaży może być nieruchomością:
 - mieszkaniową (która jest sprzedawana w ramach działalności deweloperskiej mieszkaniowej),
 - komercyjną (która może być zbywana w ramach działalności deweloperskiej komercyjnej),
 - gruntową (która może być zbywana jako składnik zapasów).
- 2) Nieruchomość czynszowa, która może mieć charakter nieruchomości:
 - komercyjnej (powstającej w ramach działalności deweloperskiej komercyjnej),



- nieruchomości mieszkaniowej (zapas powstały w ramach działalności deweloperskiej mieszkaniowej, niesprzedany i wynajmowany w ramach ograniczenia kosztów utrzymania zapasów wolnorotujących² lub mieszkania wybudowane w ramach systemu TBS).
- 3) Nieruchomość bez określonego przeznaczenia czyli na ogół nieruchomości:
- gruntowa (zbycie zapasów w ramach sprzedaży zbędnych składników majątkowych lub wyprzedaż majątku w celu poprawy płynności; wątpliwe jest bowiem, aby deweloper w dobrej kondycji sprzedawał atrakcyjny grunt konkurencji).

Tym samym, każdy z typów nieruchomości, które mogą zostać zaliczone do nieruchomości inwestycyjnych, co do zasady powstaje w podmiocie deweloperskim z tytułu podstawowej działalności operacyjnej, a nie działalności inwestycyjnej. Ponadto dwa z trzech typów nieruchomości mają status składników zapasów, a nie aktywów trwałych. Interpretując dosłownie rekomendacje H. Greuninga i M. Oena, należałoby nie zgodzić się z podejściem J. Siewierskiej, M. Kołosowskiego i A. Ławniczaka, uznając że jednak istnieje zgodność pomiędzy podejściem MSSF i ustawy o rachunkowości do kwestii kwalifikacji nieruchomości jako inwestycyjnych. Można pokazać trzy opcje pozwalające na zastosowanie MSR 40 również w przypadku prowadzenia przez podmiot podstawowej działalności operacyjnej na rynku nieruchomości:

1. Uznanie, iż strategii *cash flow* oraz „kup i trzymaj” (odmiany strategii lokacyjnej [Śmietana 2009]) należy rozpatrywać w oderwaniu od „core businessu” przedsiębiorstwa i że każde aktywo powodujące regularny wpływ pieniężny ma charakter inwestycji finansowej; podejście takie stanowiłoby istotne nadużycie, gdyż oznaczałoby np. że samochody w wypożyczalni samochodowej też są inwestycją finansową a nie elementem inwestycji rzeczowej, którym są w rzeczywistości.
2. Uznanie, iż o możliwości kwalifikacji nieruchomości jako instrumentu finansowego (nieruchomości inwestycyjnej) decyduje udział poszczególnych segmentów w podstawowej działalności operacyjnej tzn. jeśli dominująca jest działalność deweloperska mieszkaniowa (ponad 50% przychodów), dopuszczalne jest uznanie nieruchomości komercyjnej jako nieruchomości inwestycyjnej; stoi to jednak w pewnej opozycji do zaliczania przychodów z czynszów do przychodów z podstawowej działalności operacyjnej;
3. Całkowite oderwanie kategorii nieruchomości inwestycyjnej do kategorii inwestycji finansowej i opcjonalne trwałe połączenie jej z kategorią inwestycji rzeczowej.

² Niekiedy też w ramach dywersyfikacji działalności (wynajem mieszkań) lub strategii sprzedażowej: „najpierw wynajmij, później kup”.



Pomimo iż trzecia z opisanych opcji realnie ma miejsce, wydaje się, że nie to było zamysłem twórców MSR 40, gdyż standard ten nie dopuszcza możliwości kwalifikowania jako nieruchomości inwestycyjnej nieruchomości wykorzystywanej przez przedsiębiorstwo (np. jako siedzibę) i nakazuje wyłączenie takiej nieruchomości z nieruchomości inwestycyjnych w całości lub w części (proporcjonalnie do przeznaczenia na własny użytek) [Siewierska, Kołosowski i Ławniczak 2016]. Jest to więc wyraźny sygnał, iż twórcy MSR 40 nie zamierzali umożliwiać traktowania i przeszacowywania inwestycji rzeczowych na równi z inwestycjami finansowymi.

METODY I WYNIKI BADAŃ

Zgodnie z wcześniejszymi wyjaśnieniami, istotne problemy w zakresie oceny, czy inwestycja w nieruchomość ma charakter inwestycji rzeczowej czy finansowej, mogą wystąpić w przypadku podmiotów, których podstawowa działalność operacyjna skoncentrowana jest na rynku nieruchomości. Powstaje bowiem trudność oceny, który aspekt operowania na rynku nieruchomości nosi znamiona działalności operacyjnej, a który nabiera już charakteru działalności *strictae* inwestycyjnej finansowej. Ponieważ w literaturze przedmiotu brak zgodności co do zakresu utrzymania rozdzielności obszaru *core businessu* od obszaru inwestycji finansowych, przeprowadzono badania mające na celu ustalenie, czy same podmioty, których ta wątpliwość w kontekście MSR 40 bezpośrednio dotyczy, dokonują rozdzielania tych obszarów.

Próbę badawczą stanowiły podmioty wchodzące do portfeli indeksów sektorowych WIG-Budownictwo i WIG-Deweloperzy³, gdyż te dwie branże są najsilniej związane z rynkiem nieruchomości. W badaniu uwzględniono sektor budowlany ze względu na utrzymującą się od dłuższego czasu tendencję do przenikania się tych dwóch branż.

Jako materiał badawczy posłużyły sprawozdania finansowe roczne za 2015 r.⁴. W przypadku podmiotów działających jako podmioty dominujące w strukturze grup kapitałowych wykorzystano sprawozdania skonsolidowane. Sprawozdania pozyskano z raportów okresowych publikowanych zgodnie z wymogami Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r.

³ Podmioty wchodzące w skład indeksów sektorowych ustalono na podstawie www.gpw.pl (dostęp: 29.08.2016 r.).

⁴ Sprawozdania roczne wybrano ze względu na najszerszy zakres ujawnień. W przypadku spółki i2 Development posłużono się danymi porównywalnymi z raportu półrocznego za 2016 r. (spółka debiutowała w 2016 r. i w związku z tym nie publikowała raportu rocznego za 2015 r.).



w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim.

Indeks sektorowy WIG-Budownictwo obejmuje 29 podmiotów, z czego 23 wykazały w swoim sprawozdaniu na dzień 31 grudnia 2015 r. nieruchomości inwestycyjne (tabela 2). Przeciętnie nieruchomości inwestycyjne stanowiły 15,07% aktywów ogółem, przy niskiej medianie na poziomie 5,11%⁵. Niskim wartościom średnim towarzyszyły wysokie wartości maksymalne – największy odnotowany w tym sektorze udział nieruchomości inwestycyjnych w majątku ogółem wyniósł 82,53%. Tak wysoki wskaźnik struktury może wzbudzać wątpliwość, czy w tym przypadku za nieruchomości inwestycyjne uznano tylko inwestycje finansowe⁶, ewentualnie, jeśli status nieruchomości inwestycyjnej uzyskały tylko inwestycje finansowe, czy właściwe jest kwalifikowanie tego podmiotu do sektora budowlanego, skoro dominuje działalność inwestycyjna).

Najczęściej wskazywanym typem nieruchomości inwestycyjnej jest nieruchomość komercyjna (strategia *cash flow*): wskazało ją 13 spośród 23 podmiotów. Raporty 8 podmiotów nie obejmowały jednoznacznej informacji o braku nieruchomości komercyjnych wśród nieruchomości inwestycyjnych. Posiadanie gruntów jako nieruchomości inwestycyjnych wskazało 11 podmiotów (brak precyzyjnej informacji w raportach 10 podmiotów). Posiadanie innych typów nieruchomości wśród nieruchomości inwestycyjnych wskazały zaledwie 4 podmioty (brak precyzyjnej informacji w przypadku 11 podmiotów).

Wśród spółek z sektora deweloperskiego obserwuje się częstsze prezentowanie w sprawozdaniu finansowym pozycji nieruchomości inwestycyjne: 25 podmiotów spośród 29 wchodzących w skład indeksu (tabela 3). Średni udział nieruchomości inwestycyjnych w sumie bilansowej wynosi 42,64% przy medianie wynoszącej 38,11%. Największy wskaźnik struktury wynosi 91,51% (Celtic). Udział nieruchomości inwestycyjnych w majątku ogółem powyżej 50% wykazuje 48% spółek deweloperskich mających wśród aktywów nieruchomości inwestycyjne, podczas gdy wśród spółek z sektora budowlanego wskaźnik ten jest znacznie niższy (8,70%). Tak wysokie udziały nieruchomości inwestycyjnych w majątku ogółem deweloperów giełdowych, świadczą, że w praktyce stosowania MSR 40 doszło do oderwania pojęcia „nieruchomość inwestycyjna” od pojęcia „instrumentu finansowego”. W przypadku działalności

⁵ Analiza dla całej próby sektorowej.

⁶ Obecnie brak takiego jednoznacznego obostrzenia.



TABELA 2. Udział nieruchomości inwestycyjnych w sumie bilansowej spółek wchodzących w skład indeksu WIG-Budownictwo. Dane na 31 grudnia 2015 roku

Przedsiębiorstwo	Udział nieruchomości inwestycyjnych w sumie bilansowej [%]
Budimex	7,72
Elektrobudowa	nie dotyczy
Trakcja	1,66
Polimex-Mostostal	0,21
Unibep	0,00
Torpol	0,01
Erbud	4,69
Panova	82,53
Pekabex	1,37
Mostostal Zabrze	9,51
Herkules	0,92
Elektrotim	0,23
Mostostal Warszawa	0,66
CFI Holding	43,67
Instal Kraków	17,36
Ulma	nie dotyczy
ZUE	0,96
Vistal Gdynia	nie dotyczy
Prochem	5,58
Mirbud	17,87
Projprzem	17,38
CNT	nie dotyczy
Dekpol	0,00
Tesgas	5,11
Awbud	6,82
Enap	nie dotyczy
Mostostal Płock	nie dotyczy
Elkop	75,99
Resbud	46,30

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów okresowych.

niefinansowej nie może zachodzić tożsamość działalności operacyjnej z działalnością inwestycyjną.

Najpopularniejszym rodzajem nieruchomości inwestycyjnej jest nieruchomości komercyjna (21 podmiotów), a w przypadku 4 brak precyzyjnej informacji). Grunty w tej kategorii wskazuje 10 podmiotów, a w 9 przypadkach brak



TABELA 3. Udział nieruchomości inwestycyjnych w sumie bilansowej spółek wchodzących w skład indeksu WIG-Deweloperzy. Dane na 31 grudnia 2015 roku

Przedsiębiorstwo	Udział nieruchomości inwestycyjnych w sumie bilansowej [%]
Globe Trade Center	80,51
Robyg	4,53
Echo Investment	0,76
LC Corp	57,01
Dom Development	nie dotyczy
Polnord	36,97
MLP Group	75,05
PHN	80,17
Capital Park	89,88
Atal	6,87
JW Construction	23,87
Innofinanz	68,47
BBI Development	2,63
Ronson	1,00
Buwog	87,42
Soho Development	61,91
Inpro	0,47
Archicom	19,00
i2 Development	16,33
Vantage Development	59,28
Lokum	nie dotyczy
Rank Progress	74,49
Warimpex	24,15
Celtic	91,51
Alta	64,21
Orion	nie dotyczy
Wikana	38,21
Triton	1,19
ED Invest	nie dotyczy

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów okresowych.

precyzyjnej informacji. Kategorię Inne wykazuje 11 podmiotów, a 8 nie podaje precyzyjnych informacji w tym zakresie. Aż 20% deweloperów wykazujących niezerowy stan nieruchomości inwestycyjnych, prezentuje w tej pozycji m.in. mieszkania, czyli produkt zbywany przez deweloperów w ramach podstawowej działalności operacyjnej.



PODSUMOWANIE

Chociaż MSSF nie wskazują literalnie na możliwość kwalifikowania jako nieruchomości inwestycyjnych przedstawionych inwestycji finansowych, to MSR 40 wskazuje, iż przy pomocy nieruchomości inwestycyjnej powinny realizować odmiany strategii lokacyjnej (*cash flow* lub „kup i trzymaj”), ewentualnie strategii spekulacyjnej. Dopuszczalne jest także wykazywanie jako nieruchomości inwestycyjnej, nieruchomości bez konkretnego przeznaczenia, co również można potraktować jako strategię spekulacyjną. Na gruncie MSSF dochodzi do jednoznacznego odrzucenia strategii użytkownika, co pokazuje na co najmniej ograniczenie możliwości stosowania kwalifikacji nieruchomości będącej inwestycją rzeczową jako nieruchomości inwestycyjnej.

Brakuje jednak wyraźnego odniesienia się do strategii deweloperskiej, w czym należy upatrywać przyczyny tak wysokich udziałów nieruchomości inwestycyjnych w aktywach ogółem wśród giełdowych spółek deweloperskich. Aż 86,21% spośród nich wykazuje tę pozycję w sprawozdaniu finansowym, a 48% podmiotów wykazujących tę pozycję ma majątek zbudowany co najmniej w połowie na podstawie nieruchomości inwestycyjnych⁷. Można zatem wnioskować, że w praktyce doszło do rozdzielenia kategorii „nieruchomości inwestycyjnej” od kategorii „inwestycji finansowej” (tym samym cel artykułu został zrealizowany). Przyczyn tego zjawiska oraz trudności w zakresie kwalifikacji należy upatrywać w uznaniu prymatu treści ekonomicznej nad treścią prawną, przy jednoczesnym całkowitym oderwaniu treści ekonomicznej od kontekstu ekonomicznego, jakim jest podstawowy obszar operacyjny przedsiębiorstwa.

Spis literatury

- DĘBSKI W. 2014: Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki, PWN, Warszawa
- GIERUSZ J. 2009: Dylematy wyceny inwestycji w nieruchomości, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości 53 (109), s. 51–62.
- GREUNING H., KOEN M. 2011: International Accounting Standards. A practical guide, The World Bank, Washington.
- HOŁDA A. 2015: Wartość godziwa według MSSF oraz ustawy o rachunkowości, Krajowa Izba Biegłych Rewidentów, Warszawa.
- MANDZIUK R., NAWRA P., OSSOWSKA J. 2016: Inwestycje rzeczowe przedsiębiorstw, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia 79, s. 545–553.

⁷ Analogiczne zjawisko, ale w nieco mniejszej skali zostało zaobserwowane w przypadku spółek sektora budownictwa.



- SIEWIERSKA J., KOŁOSOWSKI M., ŁAWNICZAK A. 2016: Sprawozdanie finansowe według MSSF/MSR i ustawy o rachunkowości, ODDK, Gdańsk.
- ŚMIETANA K., 2009: Charakterystyka strategii inwestowania na rynku nieruchomości, [w:] Strategie inwestowania na rynku nieruchomości, (red.) H. Henzel, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach, Katowice, s. 198–203.
- Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej: według stanu na dzień 1 stycznia 2013 r. : założenia koncepcyjne sprawozdawczości finansowej, Przedmowa do Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) oraz jednolity tekst MSSF obejmujący Międzynarodowe Standardy Rachunkowości (MSR) oraz interpretacje – według stanu na dzień 1 stycznia 2013 r.: oraz dokumenty towarzyszące tylko MSSF 10-13, IFRS Foundation (red.): 2014, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce. Zarząd Główny w Warszawie. Instytut Certyfikacji Zawodowej Księgowych, Warszawa.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD AND THE ACUTUAL QUALIFICATION OF INVESTMENT PROPERTY AS FINANCIAL INVESTMENT

Abstract. The paper deals with differences between the definition of investment property in IAS 40 and market practice as well as their consequences. According to the IAS 40, a real estate may be regarded as a material investment or a financial investment, and the qualification depends on some specific conditions and criteria. The article highlights that as a result of definition difficulties, a split between two crucial terms ‘investment property’ and ‘financial investment’ emerged. The analysis has been conducted on the basis of financial reports of 58 stock companies.

Key words: investment property, real estate, financial investment, IAS 40

DETERMINANTY PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ SPÓŁDZIELNI MLECZARSKICH

Teresa Domańska

Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Abstrakt. W opracowaniu zidentyfikowano siłę i kierunek wpływu wybranych determinant kształtujących płynność finansową w spółdzielniach mleczarskich. W analizie wykorzystano propozycję przyczynowo-skutkowego powiązania czynników kształtujących płynność finansową, w której poziom płynności zdeterminowany był przez strukturę aktywów, strukturę zobowiązań i pokrycia zobowiązań. Płynność finansowa jest kategorią złożoną, dlatego wymaga kompleksowego i wieloaspektowego podejścia. Identyfikacja czynników kształtujących płynność finansową ma szczególne znaczenie w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw. Przeprowadzone badania pozwoliły ustalić, że głównym czynnikiem wpływającym na płynność była struktura zobowiązań. Koniunktura gospodarcza nie miała wyraźnego wpływu na poziom płynności, w większym stopniu mogła ona kształtować jej determinanty.

Słowa kluczowe: płynność finansowa, determinanty płynności finansowej, spółdzielnia mleczarska

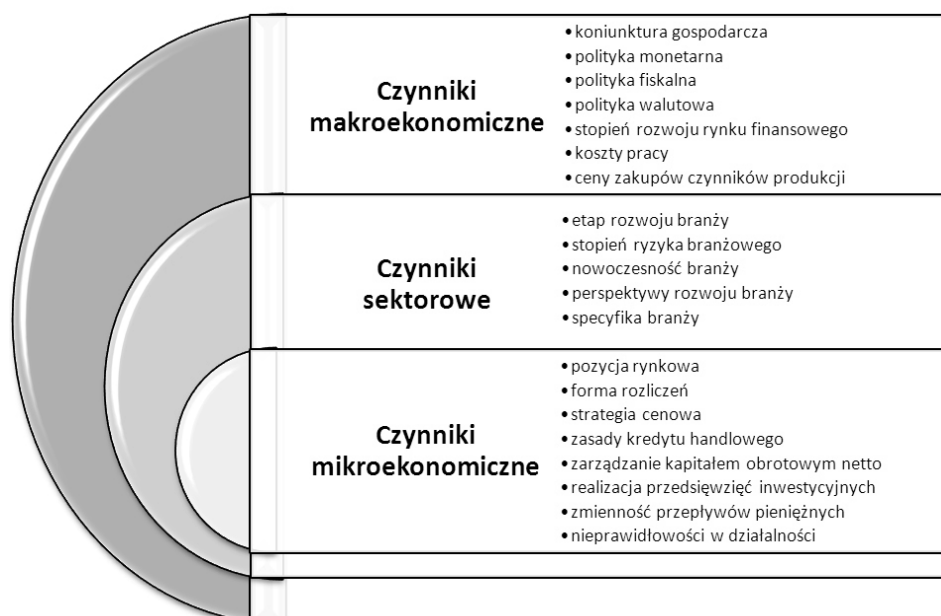
WSTĘP

Jednym z najważniejszych „barometrów sytuacji finansowej” przedsiębiorstwa jest płynność finansowa [Tokarski, Tokarski i Mosionek-Schweda 2014]. Utrzymanie płynności uwarunkowane jest dostępnością środków pieniężnych, które determinowane są przez posiadanie aktywów łatwo zamienialnych na te środki [Wędzki 2003]. Z jednej strony posiadanie płynności finansowej determinuje zachowanie ciągłości i rytmiczności procesów produkcyjnych [Sierpińska i Jachna 2009]. Z drugiej strony, podejmowanie aktywności gospodarczej przez zarządzających umożliwia przepływ środków pieniężnych, które są niezbędne dla kształtowania odpowiedniego

poziomu płynności finansowej. Jednym z ważniejszych celów jednostki jest utrzymanie płynności finansowej, zwłaszcza w krótkim okresie czasu [Tokarski, Tokarski i Mosionek-Schweda 2014]. Dlatego wszystkie przedsiębiorstwa, które funkcjonują w gospodarce rynkowej wykazują popyt na płynność finansową.

W celu zabezpieczenia się przed ryzykiem utraty płynności finansowej konieczne jest poznanie czynników, które ją kształtują. Identyfikacja tych czynników umożliwia poznanie słabych i mocnych stron przedsiębiorstwa w celu skoncentrowania uwagi na pojawiających się zagrożeniach i ich ograniczeniu [Grabowska 2012]. Ze względu na szerokie spektrum czynników kształtujących płynność finansową często pojawia się problem wyodrębnienia tych najważniejszych. Pierwszą z grup są czynniki zewnętrzne płynące z otoczenia organizacji. Druga grupa dotyczy czynników wewnętrznych. Wyznaczenie ich umożliwia podjęcie określonych działań, które pozwolą na stosowanie odpowiedniej strategii w zakresie kształtowania płynności finansowej.

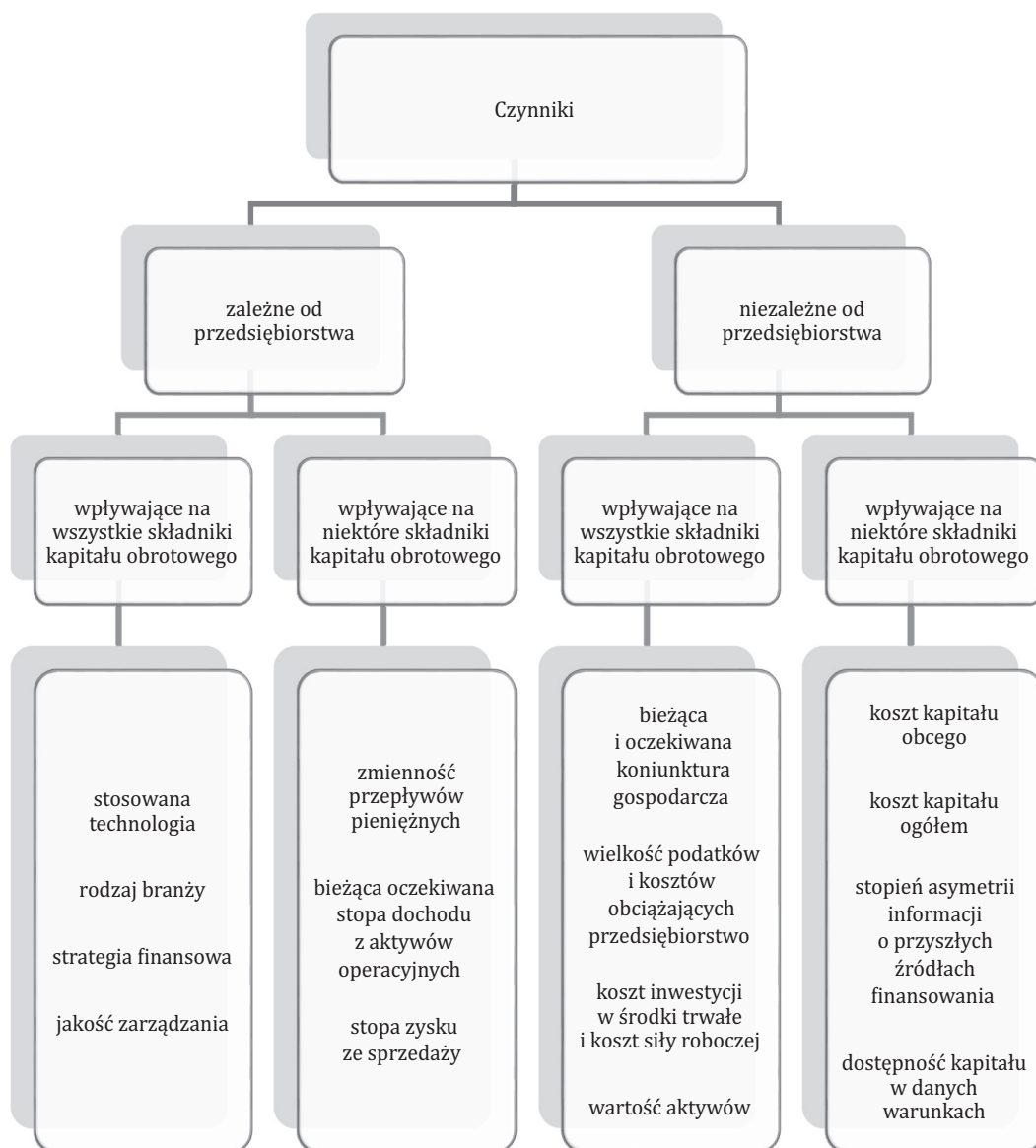
Czynniki wpływające na kształtowanie płynności finansowej, zgodnie z kryterium zasięgu, należy podzielić na makroekonomiczne i mikroekonomiczne. Spośród tych czynników należy wydzielić czynniki zwane sektorowymi, z pogranicza sfery czynników zarówno wewnętrznych jak zewnętrznych. Zatem zgodnie z kryterium zasięgu, czynniki kształtujące płynność finansową należy podzielić na makroekonomiczne, mikroekonomiczne oraz sektorowe (rysunek 1).



RYСУNEK 1. Czynniki kształtujące płynność finansową według kryterium zasięgu

Źródło: Grabowska 2012, s. 20.

Można wskazać wiele czynników kształtujących płynność finansową jednostki gospodarczej. Zgodnie z kryterium rodzaju, czynniki kształtujące płynność finansową, należy podzielić na czynniki zależne i niezależne od przedsiębiorstwa (rysunek 2).



RYSUNEK 2. Czynniki kształtujące płynność finansową według kryterium rodzaju

Źródło: Wędzki 2003, s. 73.



Zapewnienie jednostce gospodarczej płynności finansowej uwarunkowane jest rozpoznaniem czynników, które ją kształtują oraz kierunku i siły ich oddziaływania. Czynniki te determinują dobór źródeł finansowania gwarantujący zdolność jednostki do bieżącej obsługi długów [Sierpińska i Rzeszowski 2012]. Wędzki [2003] podkreśla, że zachodzi ścisła relacja pomiędzy czynnikami zależnymi i niezależnymi od przedsiębiorstwa, a strategią płynności finansowej. Oznacza to, że czynniki zarówno zależne, jak i niezależne od jednostki wpływają na płynność finansową, poprzez kształtowanie poziomu i struktury kapitału obrotowego (rysunek 3).



RYСУNEK 3. Zależność między czynnikami kształtującymi płynność finansową a jej strategią

Źródło: Wędzki 2003, s. 72.

Podczas formułowania strategii płynności finansowej przedsiębiorstwa, powinny być brane pod uwagę czynniki, które kształtują zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Zarządzający przedsiębiorstwami, którzy uwzględniają te czynniki w trakcie planowania strategii, w lepszym stopniu dostosowują się do zmian zachodzących w otoczeniu, a także szybciej osiągają stan równowagi finansowej jednostki gospodarczej.

Bez względu na kryterium, wszystkie wymienione czynniki są niezmiernie istotne dla zachowania płynności finansowej w przedsiębiorstwie. Ponadto z punktu widzenia kształtowania płynności finansowej w skali mikroekonomicznej muszą być stworzone odpowiednie warunki makroekonomiczne, które umożliwią zasilenie systemu gospodarczego w środki pieniężne [Tokarski, Tokarski i Mosionek-Schweda 2014]. Czynniki determinujące bieżącą płynność finansową zostały określone wzorem [Sierpińska i Jachna 2009]:

$$\text{wskaźnik bieżącej} \\ \text{płynności finansowej} = \frac{\text{aktywa bieżące}}{\text{aktywa ogółem}} \times \frac{\text{aktywa ogółem}}{\text{zobowiązania ogółem}} \times \frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{zobowiązania bieżące}}$$

Zgodnie z podanym wzorem, płynność finansowa będzie większa, im większy będzie udział aktywów bieżących w aktywach ogółem. Stopień płynności finansowej będzie również uzależniony od płynności aktywów obrotowych, czyli możliwości zamiany ich na środki pieniężne. Ponadto na płynność finansową będzie wpływać struktura źródeł finansowania aktywów. Im bardziej zadłużone jednostki gospodarcze, tym mniejsza zdolność do terminowego regulowania zobowiązań bieżących. Ponadto płynność finansowa będzie uzależniona w dużym stopniu od struktury czasowej tego zadłużenia. Im większy udział zobowiązań bieżących w zobowiązaniach ogółem, tym trudniej jednostce sprostać wszystkim terminom płatności [Sierpińska i Rzeszowski 2012].

Utrzymanie płynności finansowej jest problemem szczególnie trudnym. Zarządzający finansami przedsiębiorstw muszą podejmować decyzje, warunkujące zdolność jednostki do spłaty bieżących zobowiązań, zaciągniętych w stosunku do różnych wierzycieli. Wiąże się to z prowadzeniem odpowiedniej polityki kredytowania kontrahentów [Domańska 2016] oraz z efektywnym zarządzaniem kapitałem obrotowym [Wasilewski i Domańska 2011]. W wyniku tych działań zarządzający kształtują określony poziom płynności finansowej, przy jednoczesnym minimalizowaniu ryzyka jej utraty.

METODY BADAŃ

Celem opracowania jest identyfikacja siły i kierunku wpływu wybranych determinant kształtujących płynność finansową w spółdzielniach mleczarskich. Badaniami objęto 60 spółdzielni mleczarskich, które w latach 2011–2014 prowadziły nieprzerwanie działalność gospodarczą oraz podlegały badaniu¹ i ogłaszaniu sprawozdań finansowych. Źródłowe dane spółdzielni mleczarskich pochodziły z jednostkowych, rocznych sprawozdań finansowych, sporządzonych zgodnie z ustawą o rachunkowości², publikowanych w Monitorze Spółdzielczym B³. Dobór

¹ Na podstawie art. 88a. § 1. ustawy z dnia 16 września 1982 r. Prawo Spółdzielcze, Dz.U. nr 30, poz. 210, roczne sprawozdania finansowe spółdzielni podlegają badaniu pod względem rzetelności i prawidłowości, (§ 2.) w trybie i według zasad określonych w odrębnych przepisach.

² Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. 1994 nr 121, poz. 591, z późn. zm.

³ Na podstawie art. 14. ustawy z dnia 16 września 1982 r. Prawo Spółdzielcze, Dz.U. nr 30, poz. 210, organem właściwym do publikowania ogłoszeń spółdzielczych przewidzianych w przepisach prawa jest „Monitor Spółdzielczy” wydawany przez Krajową Radę Spółdzielczą, z wyjątkiem ogłoszeń zamieszczanych na podstawie odrębnych przepisów w „Monitorze Sądowym i Gospodarczym”.



obiektów badawczych miał charakter celowy. Ponadto w celu przeprowadzenia badań założono, iż zakwalifikowane spółdzielnie mleczarskie wykazywały na dzień bilansowy zobowiązania krótkoterminowe, które są niezbędne do określenia poziomu płynności finansowej.

Płynność finansową można badać w ujęciu modelowym. Wówczas płynność ta składa się z określonych wskaźników syntetycznych. Przedstawienie płynności finansowej w układzie strukturalnym pozwala na wyjaśnienie kierunków i możliwości dochodzenia do celu określonego w układzie poprzez odpowiedni wskaźnik syntetyczny. Ponadto umożliwia wskazanie miejsca poszczególnych determinant w tym układzie. Istotne jest zatem badanie zależności zjawisk, co umożliwia ustalenie jakie czynniki i w jakim stopniu oddziaływały na stwierdzone odchylenia w poziomie danego zjawiska.

W badaniu siły i kierunku wpływu czynników na poziom płynności finansowej oparto się na przedstawionym według Sierpińskiej i Jachny [2009] systemie wskaźników, wiążących bieżącą płynność finansową ze strukturą aktywów obrotowych, strukturą zobowiązań oraz wskaźnikiem pokrycia zobowiązań. Powiązania te określono w postaci funkcji regresji, która odzwierciedla ilościowe i kierunkowe relacje między poziomem bieżącej płynności finansowej, a wymienionymi czynnikami wyodrębnionymi w wyniku dekompozycji wskaźnika bieżącej płynności. W analizie regresji, poza parametrami strukturalnymi modeli, zastosowano także współczynniki beta (β), które informują o relatywnym znaczeniu zmiennych niezależnych (X_i) w wyjaśnianiu zmiennych zależnych (Y_j).

WYNIKI BADAŃ

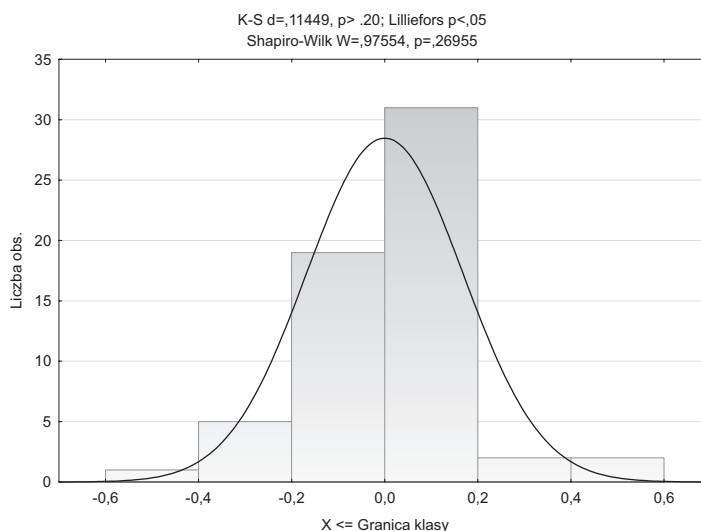
Przeprowadzono analizę regresji, przyjmując za zmienną zależną wskaźnik bieżącej płynności finansowej dla lat 2011–2014. Analiza otrzymanych wyników pozwoliła stwierdzić, iż wszystkie zmienne niezależne tj. wskaźnik aktywów obrotowych (AB/AO), wskaźnik pokrycia zobowiązań AO/ZO , wskaźnik struktury zobowiązań ZO/ZB oraz stała (wyraz wolny) były istotne statystycznie dla wszystkich badanych lat. Wartości statystyki t-Studenta na poziomie istotności $\alpha = 0,05$, skłoniły do odrzucenia hipotezy zerowej (H_0) i przyjęcia alternatywnej (H_1), która mówi o wpływie wszystkich predyktorów na bieżącą płynność finansową ($p = 0,000$) dla wszystkich badanych lat. Ponadto stwierdzono dodatnie wartości wszystkich współczynników regresji, które świadczyły o dodatnim oddziaływaniu zmiennych niezależnych: wskaźnik aktywów obrotowych (AB/AO), wskaźnik pokrycia zobowiązań AO/ZO , wskaźnik struktury zobowiązań ZO/ZB na wskaźnik bieżącej płynności finansowej.

Wartość błędu standardowego estymacji wynosiła odpowiednio dla modeli regresji: 0,17; 0,11; 0,08; 0,15, co oznaczało że przeciętne odchylenie poziomu



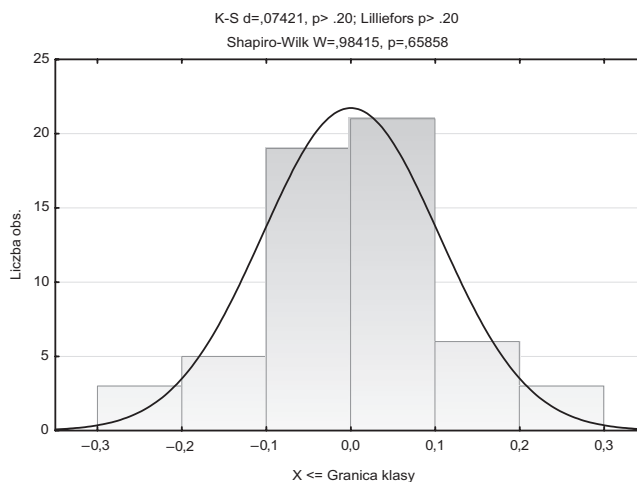
bieżącej płynności obserwowanej w próbie od wartości teoretycznej – wyznaczonej z modelu wynosiło 0,17; 0,11; 0,08; 0,15 w latach 2011–2014.

W celu sprawdzenia założenia o normalności rozkładu reszt przeprowadzono test Shapiro-Wilka. W teście tym w hipotezie zerowej (H_0) zakłada się normalność rozkładu zmiennych. Na podstawie testu Shapiro-Wilka, na poziomie istotności $\alpha = 0,05$ stwierdzono, że nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej (H_0) o normalności rozkładu reszt. Histogram reszt z modeli regresji dla lat 2011–2014 przedstawiono na rysunkach 4–7.



RYСУNEK 4. Histogram reszt z modelu regresji dla 2011 roku

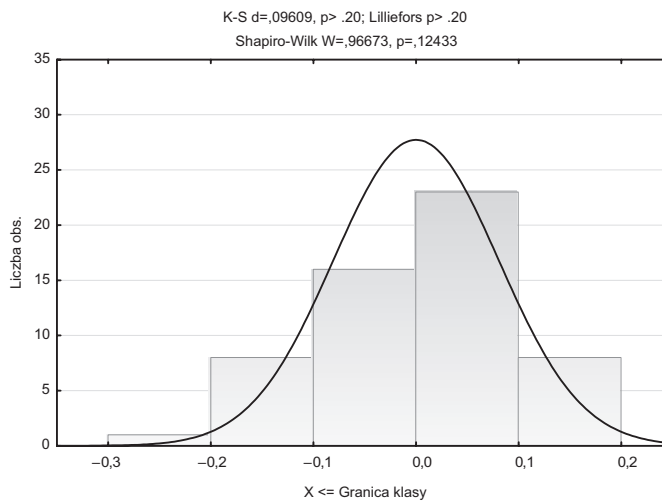
Źródło: Opracowanie własne.



RYСУNEK 5. Histogram reszt z modelu regresji dla 2012 roku

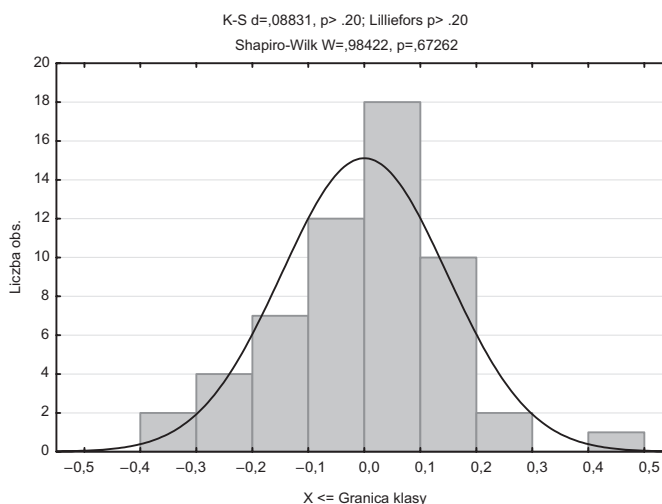
Źródło: Opracowanie własne.





RYSUNEK 6. Histogram reszt z modelu regresji dla 2013 roku

Źródło: Opracowanie własne.



RYSUNEK 7. Histogram reszt z modelu regresji dla 2014 roku

Źródło: Opracowanie własne.

W tabeli 1 przedstawiono współczynniki równań liniowej regresji cząstkowej między wielkością rozpatrywanych wskaźników płynności bieżącej a statystycznie istotnymi zmiennymi objaśniającymi (przy poziomie istotności $\alpha = 0,05$) oraz współczynniki determinacji (R^2) i beta (β) wraz ze statystyką F i błędem standardowym estymacji.

TABELA 1. Współczynniki regresji liniowej i beta (β) między wskaźnikiem płynności bieżącej Y_t , a statystycznie istotnymi zmiennymi niezależnymi X_{it}

Zmienne niezależne X_{it}	Zmienna zależna Y_t			
	Y_{2011}	Y_{2012}	Y_{2013}	Y_{2014}
Wyraz wolny	-2,02053	-3,46571	-3,02322	-3,28362
X_1	2,71564 ($\beta = 0,517160$)	3,55508 ($\beta = 0,529098$)	3,08312 ($\beta = 0,671604$)	3,26914 ($\beta = 0,492027$)
X_2	0,74156 ($\beta = 0,780566$)	0,79093 ($\beta = 0,771107$)	0,72921 ($\beta = 0,671936$)	0,84493 ($\beta = 0,738083$)
X_3	0,42993 ($\beta = 0,386863$)	1,04842 ($\beta = 0,350447$)	0,99743 ($\beta = 0,447811$)	0,93467 ($\beta = 0,330810$)
R^2	0,94	0,98	0,98	0,97
Statystyka F	$F(3,56)$ 285,97	$F(3,53)$ 1025,4	$F(3,52)$ 845,59	$F(3,52)$ 631,10
Błąd standardowy	0,17259	0,10759	0,08286	0,15205

$$X_1 = \frac{\text{wskaźnik aktywów obrotowych}}{(\text{aktywa bieżące/aktywa ogółem})}$$

gdzie: $X_2 = \frac{\text{wskaźnik pokrycia zobowiązań}}{(\text{aktywa ogółem/zobowiązania ogółem})}$

$$X_3 = \frac{\text{wskaźnik struktury zobowiązań}}{(\text{zobowiązania ogółem/zobowiązania bieżące})}$$

Źródło: Opracowanie własne.

Współczynniki zaprezentowane w tabeli stanowiły podstawę do syntetycznej oceny siły i kierunku wpływu wskaźnika aktywów obrotowych, wskaźnika pokrycia zobowiązań oraz wskaźnika struktury zobowiązań na poziom bieżącej płynności finansowej. Z przedstawionych wyników regresji można wyciągnąć dwa podstawowe wnioski. Przyjęte w modelach regresji zmienne niezależne (predyktory) w dużym stopniu wyjaśniły zmienność ($R^2 = 0,94 - 0,98$) poziomu wskaźnika bieżącej płynności finansowej w spółdzielniach mleczarskich w poszczególnych latach. Ponadto wynik analizy wariancji potwierdził, że model regresji bardzo dobrze pasuje do rzeczywistości otrzymanych danych, a zatem był bardzo dobrym jego dopasowaniem. Analiza współczynników regresji przy zaprezentowanych zmiennych wskazywała wyraźnie na ich stabilny w czasie poziom. Ponadto pozwoliła stwierdzić, że przeciętnie wzrost udziału aktywów obrotowych w aktywach ogółem (X_1), wzrost relacji aktywów ogółem do zobowiązań ogółem (X_2) oraz wzrost relacji zobowiązań ogółem do zobowiązań bieżących (X_3) o 10 p.p. przekładał się na wzrost bieżącej płynności finansowej odpowiednio o: 0,272–0,356, 0,073–0,084 i 0,043–0,105.

Analiza współczynników beta (β), będących miarą wpływu zmiennych niezależnych wskazywała, iż przeważające znaczenie w kształtowaniu wskaźnika bieżącej płynności miał przede wszystkim wskaźnik pokrycia zobowiązań (X_2). Drugą zmienną niezależną o znaczącym wpływie na kategorię bieżącej płynności miał wskaźnik aktywów obrotowych (X_1). Z danych zawartych w tabeli wynika, że wielkość miary beta (β) dla tych dwóch zmiennych była w całym analizowanym okresie wyraźnie wyższa niż w przypadku struktury zobowiązań (X_3).

WNIOSKI

W opracowaniu podjęto próbę zidentyfikowania siły i kierunku wpływu wybranych determinant kształtujących płynność finansową spółdzielni mleczarskich. W toku przeprowadzonych badań sformułowano następujące wnioski:

1. Przyjęte w modelach regresji zmienne niezależne, tj. wskaźnik aktywów obrotowych, wskaźnik pokrycia zobowiązań oraz wskaźnik struktury zobowiązań w dużym stopniu wyjaśniły zmienność poziomu wskaźnika bieżącej płynności finansowej w spółdzielniach mleczarskich w badanych latach. Analiza współczynników regresji przy zaprezentowanych zmiennych wskazywała wyraźnie na ich stabilny poziom w czasie.
2. Model przyczynowo-skutkowy płynności finansowej wykazał, że głównym czynnikiem wpływającym na kształtowanie bieżącej płynności był wskaźnik pokrycia zobowiązań, a następnie wskaźnik aktywów obrotowych. Oznacza to, że głównym czynnikiem wpływającym na większą płynność finansową była przewaga aktywów ogółem nad zobowiązaniami ogółem, co bezpośrednio wpływało na większą zdolność do wywiązywania się ze zobowiązań bieżących spółdzielni mleczarskich.
3. Na płynność finansową wpływają zarówno czynniki zależne, jak i niezależne od jednostki. Jednak wiele z tych czynników ma charakter jakościowy, stąd do określenia wpływu na zmiany płynności finansowej wykorzystane zostały najważniejsze determinanty mierzalne. Przeprowadzone badania płynności finansowej i czynników ją kształtujących w spółdzielniach mleczarskich pozwoliły ustalić, że koniunktura gospodarcza nie miała wyraźnego wpływu na jej poziom. W większym stopniu mogła ona kształtować determinanty płynności finansowej w tych jednostkach.

Identyfikacja czynników kształtujących płynność finansową ma szczególne znaczenie w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw. Jest to skutkiem ogromnej złożoności procesów finansowych, które zachodzą zarówno w otoczeniu jak i w samych spółdzielniach mleczarskich, szczególnie w czasie kryzysu finansowego.



Spis literatury

- DOMAŃSKA T. 2016: Sytuacja finansowa spółdzielni mleczarskich o różnej pozycji kredytowej, *Zarządzanie Finansami i Rachunkowość* t. 4, 1, s. 59–71.
- GRABOWSKA M. 2012: *Zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstw*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa.
- SIERPIŃSKA M., JACHNA T. 2009: *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- SIERPIŃSKA M., RZESZOWSKI P. 2012: Determinanty płynności finansowej w przemyśle metalurgicznym, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* 50, s. 197–208
- TOKARSKI A., TOKARSKI M., MOSIONEK-SCHWEDA M. 2014: *Pomiar i ocena płynności finansowej podmiotu gospodarczego*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa.
- WASILEWSKI M., DOMAŃSKA T. 2011: Strategia płynności finansowej ZT Kruszwica S.A. w ujęciu harmonizacji, *Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie, Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej* 88, s. 219–234.
- WĘDZKI D. 2003: *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.

DETERMINANTS OF FINANCIAL LIQUIDITY IN THE DAIRY COOPERATIVES

Abstract. The paper identifies the strength and direction of the selected factors influencing financial liquidity in dairy cooperatives. The analysis used a proposition of cause-and-effect relations between the factors influencing financial liquidity in which the liquidity level was determined by the structure of assets, the structure of liabilities and commitments.

Financial liquidity is a complex category, therefore, it requires a comprehensive and multifaceted approach. Identification of factors affecting the liquidity is extremely important for financial management of cooperatives. The already conducted research gave an opportunity to ascertain that the main factor affecting the liquidity was the structure of liabilities. The economic situation had no apparent effect on the level of liquidity, however, it could have developed the determinants of the structure of liabilities to a greater extent.

Key words: the financial liquidity, the determinants of financial liquidity, dairy cooperative



PLANOWANIE PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ W OPINII ROLNIKÓW

Tomasz Felczak

Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Abstrakt. W opracowaniu zaprezentowano opinie rolników na temat planowania płynności finansowej w indywidualnych gospodarstwach rolniczych. Badaniami z wykorzystaniem kwestionariusza wywiadu zostało objętych 60 rolników, udostępniających swoje dane rachunkowe w ramach systemu FADN-PL. Wraz ze wzrostem skali prowadzonej produkcji zarządzający wykazywali większą skłonność do planowania płynności finansowej. Brak planowania płynności finansowej wynikał głównie z utrzymywania dużych zasobów gotówki lub zapasów produktów rolniczych w gospodarstwie.

Słowa kluczowe: płynność finansowa, planowanie, gospodarstwo indywidualne, FADN

WSTĘP

Planowanie jest procesem dającym podejmującemu decyzję możliwość wyboru właściwego rozwiązania spośród całego zbioru rozwiązań dopuszczalnych w danych warunkach [Śniezek i Wiatr 2014]. Możliwość wcześniejszego wyboru rozwiązań jest szczególnie istotna w kwestii zachowania płynności finansowej w podmiotach gospodarczych. W sytuacji niewystarczającej płynności finansowej, podejmowane decyzje mogą prowadzić do powstania dodatkowych kosztów lub strat związanych ze sprzedażą zapasów poniżej cen rynkowych. Utrzymanie płynności występuje jako ścisły warunek rentowności jednostek gospodarczych, którego niewypełnienie prowadzi do wykluczenia podmiotu z procesu gospodarczego [Waśniewski i Skoczyła 2002]. Zarządzanie płynnością finansową stanowi jedną z najważniejszych kwestii bieżącego kierowania, o szerokich strategicznych

implikacjach dla efektywnego działania przedsiębiorstwa [Sasin 2001]. W przypadku gospodarstw rolniczych charakteryzujących się najczęściej długim cyklem produkcyjnym oraz sezonowością efektów produkcji [Wasilewski 2004], odpowiednie zaplanowanie płynności finansowej powinno stanowić podstawę do prowadzenia procesu produkcji. Duży udział aktywów wykorzystywanych tylko na niektórych etapach produkcji w gospodarstwach rolniczych, stwarza możliwości odpowiedniego zaplanowania przepływów finansowych w celu ograniczenia koniecznych rezerw gotówkowych.

Jak wskazują badania [Alssos, Liunggeren i Pettersen 2003] kapitał ludzki bazujący na właściwym wykształceniu i doświadczeniu zawodowym jest niezbędnym czynnikiem do prowadzenia działalności gospodarczej w rolnictwie. Umiejętność planowania i wykorzystywania zasobów produkcyjnych jest ważnym elementem wpływającym na efektywność i opłacalność produkcji rolniczej [Peszek, Fitofski i Raczkowska-Chumaj 2014]. Umiejętności w zakresie zarządzania finansami rolników przyczyniają się do poprawy rentowności prowadzonej działalności [Rougoor i in. 1998]. Jednak brak jednoznacznych parametrów określających przygotowanie rolników do zarządzania gospodarstwem może prowadzić do zróżnicowanych wniosków w ocenie rentowności i efektywności działania [Goly, Hyde i Ladue 2002].

METODY BADAŃ

Celem opracowania jest określenie opinii zarządzających w zakresie planowania płynności finansowej w indywidualnych gospodarstwach rolniczych.

Badania z wykorzystaniem kwestionariusza wywiadu przeprowadzone zostały w 2013 roku wśród 60 rolników, udostępniających swoje dane rachunkowe w ramach Systemu Zbierania i Wykorzystywania Danych Rachunkowych z Gospodarstw Rolnych (FADN-PL). Obiekty badawcze wytypowane zostały na podstawie wskaźników: doboru kwotowego, kryterium typu rolniczego gospodarstw, wielkości ekonomicznej i stosowanego w gospodarstwie charakteru strategii płynności finansowej w ujęciu dochód-ryzyko. Gospodarstwa rolnicze współpracowały z systemem FADN-PL, a ponadto wykazywały w strukturze finansowania zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz krótkoterminowe zadłużenie o charakterze preferencyjnym. Wywiady przeprowadzone zostały przez pracowników Mazowieckiego Ośrodka Doradztwa Rolniczego w Płońsku i Podlaskiego Ośrodka Doradztwa Rolniczego w Szepietowie. Zgodnie z ustawą¹ informacje o danych osobowych rolników uczestniczących w systemie FADN są niejawne, a dostęp do nich

¹ Ustawa z 29 listopada 2000 r. o zbieraniu i wykorzystywaniu danych rachunkowych z gospodarstw rolnych (Dz.U. z 2001 nr 3, poz. 20 z późn. zm.).



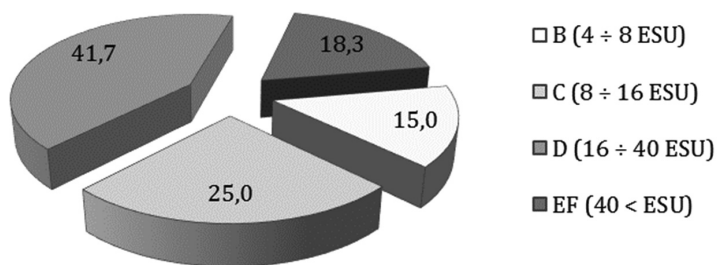
uzyskują jedynie pracownicy Ośrodków Doradztwa Rolniczego. Zasadniczym celem systemu zbierania i wykorzystywania danych rachunkowych z gospodarstw rolnych jest określanie rocznych dochodów gospodarstw oraz dokonywanie analizy ekonomicznej i oceny sytuacji w rolnictwie².

Zarządzający, którzy uczestniczyli w badaniach prowadzili gospodarstwa rolne w regionach Mazowsze i Podlasie. Wybór tych regionów podyktowany był średnią wielkością gospodarstw rolniczych oraz umiarkowaną intensywnością prowadzonej produkcji [Osuch i inni 2004].

Uzyskane wyniki zagregowane zostały w zależności od wielkości ekonomicznej gospodarstwa rolniczego, która określana jest sumą standardowych nadwyżek bezpośrednich wszystkich działalności występujących w gospodarstwie [Goraj, Skarżyńska i Ziętek 2005] i wyrażana jest za pomocą europejskiej jednostki wielkości (European size unit – ESU). W badaniach celowo pominięto najmniejsze gospodarstwa (2 do 4 ESU), znajdujące się w polu obserwacji FADN, gdyż na ogół są to gospodarstwa o niskim poziomie zadłużenia. Przyjęte w opracowaniu oznaczenia grup gospodarstw wynikają z metodologii stosowanej w Instytucie Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej – Państwowym Instytucie Badawczym (IERiGŻ-PIB), który stanowi agencję łącznikową.

Charakter stosowanej strategii płynności finansowej w ujęciu dochód-ryzyko określono na podstawie poziomu wskaźnika syntetycznego. W badaniach przyjęto, iż zarządzający gospodarstwami mogą stosować strategię agresywną, umiarkowaną lub konserwatywną. Ostatecznego określenia charakteru stosowanych strategii dokonano dzieląc populację na kwartyły według kryterium wielkości wskaźnika syntetycznego. Skrajnym przedziałom kwartyli przypisano odpowiednio charakter strategii płynności finansowej w ujęciu dochód-ryzyko: 1 kwartył – agresywna, 2 i 3 kwartył – umiarkowana, 4 kwartył – konserwatywna.

Strukturę gospodarstw poddanych badaniom z wykorzystaniem kwestionariusza wywiadu ze względu na wielkość ekonomiczną zaprezentowano na rysunku 1.



RYСУNEK 1. Struktura badanych gospodarstw rolniczych wg wielkości ekonomicznej (%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych FADN-PL.

² Ibidem.

Najmniejszy udział (15,0%) w badanej grupie stanowiły gospodarstwa o wielkości ekonomicznej 4–8 ESU (grupa B). Najliczniej reprezentowanym przedziałem wielkości ekonomicznej w przeprowadzonych badaniach z wykorzystaniem kwestionariusza wywiadu była grupa D (16–40 ESU). Projekt został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji nr 2011/03/N/HS4/03090.

WYNIKI BADAŃ

W tabeli 1 zaprezentowano odpowiedzi respondentów na temat prowadzenia planów płynności finansowej w gospodarstwach rolniczych. W badanej grupie planowanie płynności finansowej deklarowało 81,7% rolników, świadczy to o wysokim poziomie zainteresowania zarządzających gospodarstwami rolniczymi ryzykiem utraty płynności finansowej w gospodarstwie. Najmniejszy udział rolników planujących przyszły poziom płynności finansowej odnotowano w gospodarstwach z grupy A i K. Zarządzający gospodarstwami, w których stosowano umiarkowaną strategię płynności finansowej deklarowali większą dbałość o planowanie płynności finansowej. Najmniejszy udział planujących przyszły poziom płynności finansowej stwierdzono w grupie gospodarstw o wielkości ekonomicznej 4–8 ESU (33,3%). Wraz ze wzrostem wielkości ekonomicznej do 16–40 ESU udział nieplanujących rolników uległ zmniejszeniu do 12,0%. Wśród zarządzających największymi pod względem ekonomicznym gospodarstwami (EF), udział deklaracji prowadzenia planowania płynności finansowej w gospodarstwie nie odbiegał od średniej.

TABELA 1. Planowanie płynności finansowej w gospodarstwach w opinii rolników (% odpowiedzi)

Wyszczególnienie	Kryteria grupowania							\bar{x}
	strategia*			ESU				
	A	U	K	B	C	D	EF	
nie	20,0	16,7	20,0	33,3	20,0	12,0	18,2	18,3
tak	80,0	83,3	80,0	66,7	80,0	88,0	81,8	81,7

* A – agresywna, U – umiarkowana, K – konserwatywna. Pozostałe oznaczenia takie jak na rysunku 1.

Źródło: Opracowanie własne.

Mniejsza liczba transakcji i niższe przepływy z działalności operacyjnej w gospodarstwach z grupy B mogły w większym stopniu skłaniać zarządzających do zaniechania planowania płynności finansowej. Wraz ze wzrostem skali produkcji, rolnicy w większym stopniu podejmowali działania zmierzające do estymacji przyszłej płynności.



Zarządzający gospodarstwami jako podstawowe przyczyny nieplanowania płynności finansowej wskazywali regularne wpływy środków pieniężnych ze sprzedaży (27,3%), możliwość uzupełnienia niedoborów środków pieniężnych ze źródeł pozarolniczych (27,3%) oraz wystarczający poziom rezerw najpłynniejszych aktywów, które mogą zostać wykorzystane w sytuacji trudności z terminową spłatą zobowiązań (27,3%) – tabela 2. Ponadto pozostali respondenci wskazywali na możliwości spieniężenia zapasów, jak również na wykorzystanie przepływów pieniężnych z tytułu dopłat do działalności operacyjnej.

Wśród zarządzających gospodarstwami, w których stwierdzono stosowanie agresywnej strategii płynności finansowej 100,0% rolników deklarowało brak planowania płynności finansowej, wynikający z możliwości wykorzystania pozarolniczych źródeł finansowania gospodarstwa. Regularne wpływy uzyskiwane z tytułu działalności pozarolniczej mogły wpłynąć na bardziej agresywną strukturę majątku i źródeł finansowania w gospodarstwach z grupy A. Wśród zarządzających gospodarstwami, w których odnotowano umiarkowany lub konserwatywny charakter strategii płynności finansowej, żaden rolnik nie deklarował możliwości skorzystania ze źródeł pozarolniczych środków pieniężnych. Ponadto 60,0% zarządzających gospodarstwami z grupy U, deklarowało brak planowania płynności

TABELA 2. Przyczyny nieplanowania płynności finansowej w gospodarstwie (% wskazań)

Wyszczególnienie	Kryteria grupowania							\bar{x}
	strategia			ESU				
	A	U	K	B	C	D	EF	
Mam regularne wpływy gotówki ze sprzedaży, które zapewniają możliwość regulowania wydatków	0,0	60,0	0,0	33,3	0,0	33,3	50,0	27,3
Mogę uzupełnić niedobory płynności finansowej z dochodów ze źródeł pozarolniczych	100,0	0,0	0,0	66,7	33,3	0,0	0,0	27,3
Płynność finansową zapewniają zakumulowane dopłaty bezpośrednie	0,0	20,0	0,0	0,0	0,0	33,3	0,0	9,1
Mogę sprzedać zapasy płodów rolnych i otrzymać niezbędną gotówkę	0,0	0,0	66,7	0,0	66,7	0,0	0,0	18,2
Utrzymuję rezerwy gotówkowe, z których mogę pokryć niedobory płynności finansowej	0,0	40,0	33,3	0,0	0,0	33,3	100,0	27,3

Źródło: Opracowanie własne.



finansowej, spowodowany otrzymywaniem regularnych wpływów ze sprzedaży. Jednak w przypadku zarządzających, w których gospodarstwach stwierdzono konserwatywną strategię płynności finansowej, podstawową przyczyną nie prowadzenia planowania płynności finansowej były wysokie zapasy płodów rolnych (66,7%), co potwierdza konserwatywne nastawienie do struktury aktywów, stwierdzone w trakcie wyznaczania strategii płynności finansowej.

Możliwość wykorzystania pozarolniczych źródeł finansowania potencjalnych niedoborów środków pieniężnych deklarowało 66,7% rolników nie planujących płynności finansowej, którzy zarządzali gospodarstwami o wielkości ekonomicznej 4–8 ESU. Niska skala prowadzonej produkcji w tych gospodarstwach umożliwia rolnikom podejmowanie dodatkowych zajęć w celu zwiększenia dochodów gospodarstwa domowego, dzięki czemu w sytuacji utraty płynności finansowej w gospodarstwie rolniczym, rezerwy pieniężne z innych źródeł mogły zostać aktywowane w działalności rolniczej. Zarządzający gospodarstwami o wielkości ekonomicznej powyżej 40 ESU, brak planowania płynności finansowej uzasadniali dużymi rezerwami środków pieniężnych (100,0%), które w sytuacji zagrożenia utratą płynności mogą zostać wykorzystane do jej poprawy.

Zakres czasowy planów płynności finansowej w gospodarstwach rolniczych został zaprezentowany w tabeli 3. Najczęściej wskazywaną odpowiedzią rolników było planowanie w horyzoncie jednego roku (42,9%). Ponadto 24,5% rolników deklarowało planowanie płynności finansowej w ujęciu miesięcznym i kwartalnym. Wśród zarządzających gospodarstwami, w których stwierdzono stosowanie agresywnej strategii płynności finansowej, 41,7% badanych deklarowało roczny zakres prowadzonych planów. W grupie tej odnotowano też duży udział odpowiedzi odnoszących się do prowadzenia krótkoterminowych planów (25% oraz 33,3%). Mniej wskazań na planowanie płynności finansowej w krótszej perspektywie odnotowano wśród zarządzających gospodarstwami z grupy K.

TABELA 3. Zakres czasowy planowania płynności finansowej w gospodarstwie (% wskazań)

Wyszczególnienie	Kryteria grupowania							\bar{x}
	strategia			ESU				
	A	U	K	B	C	D	EF	
Tydzień	0,0	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0	11,1	2,0
Miesiąc	25,0	25,8	7,7	16,7	16,7	27,3	33,3	24,5
Kwartał	33,3	22,6	7,7	0,0	25,0	27,3	33,3	24,5
Półrocze	0,0	9,7	15,4	16,7	16,7	4,5	11,1	10,2
Rok	41,7	29,0	53,8	66,7	41,7	36,4	44,4	42,9
Powyżej Roku	0,0	9,7	15,4	0,0	8,3	9,1	22,2	10,2

Źródło: Opracowanie własne.



Zarządzający gospodarstwami, w których stwierdzono stosowanie konserwatywnej strategii płynności finansowej, deklarowali kwartalne i miesięczne planowanie płynności finansowej (7,7%), podczas gdy w grupie A odpowiedzi te uzyskały odpowiednio 33,3 i 25,0% wskazań. Może to wskazywać, iż stosowanie bardziej agresywnego podejścia do ryzyka utraty płynności finansowej przez zarządzających gospodarstwami rolniczymi wpływało na zmianę perspektywy sporządzanych planów w tym zakresie. Skrócenie deklarowanych okresów planowania płynności finansowej następowało wraz ze wzrostem wielkości ekonomicznej gospodarstw. Roczne plany płynności finansowej wskazało 66,7% zarządzających gospodarstwami o sile ekonomicznej 4–8 ESU, podczas gdy w gospodarstwach dużych i bardzo dużych powyżej 40 ESU (EF) odpowiedź ta uzyskała akceptację 44,4% rolników. Wraz ze zwiększeniem wielkości ekonomicznej gospodarstw stwierdzono również bardziej strategiczne podejście do planowania płynności finansowej. Zarządzający gospodarstwami o wielkości ekonomicznej powyżej 40 ESU deklarowali planowanie płynności finansowej na okres przekraczający jeden rok (22,2%).

W deklarowanych formach planowania przyszłej płynności finansowej dominowała metoda niesformalizowana (tabela 4). Z kolei papierową formę prowadzenia planowania płynności finansowej zadeklarowało 22,4% zarządzających gospodarstwami rolniczymi. Najmniejszą popularnością wśród rolników cieszyło się wykorzystanie w planowaniu przyszłej płynności finansowej oprogramowania komputerowego (6,1%). Pomimo to, tę formę planowania przyszłej płynności finansowej deklarowało 25,0% rolników, zarządzających gospodarstwami w których stosowano konserwatywną strategię płynności finansowej. Wśród zarządzających gospodarstwami, bez względu na charakter stosowanej strategii płynności finansowej, dominowała niesformalizowana forma planowania. Wśród zarządza-

TABELA 4. Formy sporządzania planów płynności finansowej w gospodarstwie przez rolników (% wskazań)

Wyszczególnienie	Kryteria grupowania							\bar{x}
	strategia			ESU				
	A	U	K	B	C	D	EF	
Plany tworzone są na papierze w postaci tabelarycznej	33,3	24,0	8,3	0,0	41,7	13,6	33,3	22,4
Plany nie mają formy sformalizowanej	66,7	76,0	66,7	100,0	41,7	77,3	66,7	71,4
Plany sporządzane są z zastosowaniem oprogramowania komputerowego	0,0	0,0	25,0	0,0	4,5	4,8	11,1	6,1

Źródło: Opracowanie własne.



jących gospodarstwami z grupy A (33,3%), najczęściej deklarowano planowanie płynności finansowej w formie papierowej, co może wskazywać na przykładanie większej uwagi do omawianego zagadnienia przez tych rolników.

Brak sformalizowanych metod prowadzenia planowania płynności finansowej deklarowało 100,0% zarządzających gospodarstwami o wielkości ekonomicznej 4–8 ESU. Pomimo wysokiego udziału planujących płynność finansową w tej grupie gospodarstw, deklaracje rolników wskazały na minimalne zaangażowanie zarządzających w dokładność tych działań. Niska skala prowadzonej działalności umożliwiała rolnikom analizę potencjalnych przepływów pieniężnych, które mogły wystąpić w prognozowanym horyzoncie czasowym. Pomimo wzrostu zainteresowania rolników planowaniem w formie papierowej, wraz ze wzrostem wielkości ekonomicznej gospodarstw, to dla 66,7% rolników z największych pod względem ekonomicznym gospodarstw, podstawą planowania płynności finansowej była nadal metoda niesformalizowany.

WNIOSKI

Celem opracowania było określenie opinii zarządzających w zakresie planowania płynności finansowej w indywidualnych gospodarstwach rolniczych. Na podstawie przeprowadzonych badań sformułowano następujące wnioski:

1. Rolnicy deklarują podejmowanie działań zmierzających do planowania płynności finansowej gospodarstwa rolniczego. Wraz ze wzrostem skali prowadzonej działalności rolniczej, zarządzający wykazywali większą skłonność do podejmowania wysiłków zmierzających do planowania płynności finansowej.
2. Zasadniczym argumentem braku podejmowania planowania płynności finansowej w gospodarstwach był wysoki poziom najpłynniejszych aktywów. Utrzymywanie dużych zasobów gotówki lub zapasów produktów rolniczych, które mogły zostać szybko upłynnione, zapewniało zarządzającym kontrolę nad ryzykiem utraty płynności finansowej w gospodarstwie.
3. Zarządzający gospodarstwami o najmniejszej skali produkcji wykazywali najmniejsze zainteresowanie planowaniem płynności finansowej. Mała skala realizowanych operacji oraz wpływy z pozarolniczej działalności zapewniały rolnikom bezpieczeństwo w zakresie płynności finansowej.
4. Pomimo dużego zainteresowania rolników kwestiami planowania płynności finansowej, forma ich sporządzania był prowizoryczna. Zasadnicza część respondentów ograniczała się jedynie do niesformalizowanych analiz, co może wskazywać na brak kwalifikacji rolników do korzystania z bardziej zaawansowanych narzędzi planowania finansowego.

Spis literatury

- ALSOS G.A., LJUNGGREN E., PETERSEN L.T. 2003: Farm-based entrepreneurs: what triggers the start-up of new business activities?, *Journal of Small Business and Enterprise Development* 10, 4, s. 435–443.
- GOLY B.A., HYDE J., LADUE E.L. 2002: Dairy Farm Management and Long-Term Farm Financial Performance, *Agricultural and Resource Economics Review* 31, 2, s. 233–237.
- GORAJ L., SKARŻYŃSKA A., ZIĘTEK I. 2005: Metodologia SMG 2002 dla typologii gospodarstw rolnych w Polsce, Wydawnictwo IERiGŻ-PIB, Warszawa.
- OSUCH D., GORAJ L., SKARŻYŃSKA A., GRABOWSKA K., 2004: Plan wyboru próby gospodarstw rolnych polskiego FAND 2004, IERiGŻ-PIB, Warszawa.
- PESZEK A., FITOWSKI M., ROCZKOWSKA-CHUMAJ S. 2014: Implementacja modelu produkcji rolniczej z zastosowaniem systemu klasy APS, *Roczniki Naukowe Stowarzyszenia Ekonomistów Rolnictwa i Agrobiznesu* 16, 6, s. 387–392.
- ROUGOOR C.W., TRIP G., HURINE R.B.M., RENKEMA J.A. 1998: How to define and study farmers' management capacity: Theory and use in agricultural economics. *Agricultural Economics* 18, s. 261–272.
- SASIN W. 2001: Analiza płynności finansowej firmy, Agencja Wydawnicza Inrefart, Łódź.
- ŚNIEŻEK E., WIATR M. 2014: Przepływy pieniężne, Wolters Kluwer, Warszawa.
- WASILEWSKI M. 2004: Ekonomiczno-organizacyjne uwarunkowania gospodarowania zapasami w przedsiębiorstwach rolniczych, Wydawnictwo SGGW, Warszawa.
- WAŚNIEWSKI T., SKOCZYŁAS W. 2002: Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.

FINANCIAL LIQUIDITY PLANNING IN THE OPINIONS OF THE FARMERS

Abstract. The paper presents the farmers' opinions on planning the financial liquidity in individual farms. A group of 60 farmers, who provide their accounting data within the system of FADN-PL, were covered with studies using interview questionnaire was covered by 60 farmers. Along with the increase in the scale of agricultural production, managers were more disposed to plan financial liquidity. The lack of planning financial liquidity resulted mainly from maintaining large stocks of cash or stocks of agricultural products in a farm.

Key words: financial liquidity, liquidity planning, agricultural farms, FADN



PRINCIPLES OF FINANCIAL MANAGEMENT IN UKRAINIAN AGRIBUSINESS COMPANIES

Serhiy Zabolotnyy

Department of Economics and Organization of Enterprises
Warsaw University of Life Sciences – SGGW

Abstract. The goal of the research is to study current practices of financial management in Ukrainian companies from agribusiness sector. Ukrainian managers applied a multidimensional approach in financial management oriented on such goals as sustainable growth, continuity and maximizing profits. A great importance of control, analysis and reporting in financial management derived from a need for detailed financial information for board and shareholders as well as for Ukrainian tax authorities and other governmental bodies. Efficient working capital management was a necessary condition for continuity of operations in highly volatile Ukrainian market. The most preferable capital budgeting technique was profitability index, while net present value and internal rate of return were less popular. Ukrainian managers were strongly supporting the pecking-order theory of capital structure.

Key words: financial management, capital budgeting, capital structure, agribusiness

INTRODUCTION

Corporate financial strategy has a great impact on a company's value. It is formed according to principles of corporate finance and realized by managers in a process of financial management basing on various methods and techniques. Quality of this process largely depends on different factors such as size and financial condition of a company, phase of a business cycle, availability of financing as well overall macroeconomic and political situation. Nevertheless, the ground for the efficiency

of financial management lies in the expertise of a managing board [Van Horne and Wachowicz 2008]. This expertise is manifested in two ways. Firstly, financial manager defines a range of investment opportunities which can potentially generate maximum cash flow for investors at a specified cost of available capital. Secondly, a manager selects an optimal combination of opportunities and fits available sources of financing within a specific financial strategy. Such an approach justifies an increased attention to research in behavioral finance and managerial attitudes as an attempt to explain diversified financial management strategies and efficiency of companies running business in similar conditions and having equal market opportunities [Jacoby and Weston 1952]. Advanced studies of practice of financial management and attitudes of CEO's and CFO's to some issues of corporate finance were conducted in companies of the USA [Graham and Harvey 2001], Western Europe [Brounen et al. 2004] and Poland [Chojnacka 2010, Zabolotnyy 2012]. These studies were based on surveys addressed to financial managers and concentrated on practical problems of corporate finance with a focus on issues of capital budgeting, cost of capital, capital structure and working capital management. The importance of a problem of "unique" financial strategies and human factor in financial management is becoming ever greater in agricultural sector which requires adjusting traditional financial decisions according to such specific risk factors as operational cycle length or seasonality [Wawrzynowicz, Wajszczyk and Baum 2012].

GOAL AND METHODOLOGY

The goal of the research is to study current practices of financial management in Ukrainian companies from agribusiness sector. The research was conducted in the form of a survey including questions on corporate goals, hierarchy of stakeholders, importance of particular areas of financial management, capital budgeting techniques and capital structure decisions. Surveys were addressed to chief executive officers (CEO's) and chief financial officers (CFO's) of Ukrainian companies from agribusiness sector. Finally, the research embraced 13 agricultural firms. The study was conducted in 2016. Received empirical material helped to confront business practice of Ukrainian managers with theoretical concepts aiming to understand motives of financial decisions and their conformity to existing academic views. The results of a research were also compared to earlier studies of other authors conducted for the companies in the USA, Western Europe and Poland.



RESULTS

The analyzed sample of companies was characterized by a considerable diversification in terms of market history, size and employment (Figures 1–3)¹. The majority of companies was operating on the market more than 10 years (53.8%), while only one of them had a market history of less than a year. All other companies have been running business from 4 to 10 years (38.5%). Approximately forty percent of companies employed less than 50 employees (38.5%) and almost one-fourth of the group had more than 500 workers (23.1%). Companies employing 51–250 people presented 30.8% of all entities and one of them had 251–500 workers. The revenue of almost a half of companies was less than 50 mln UAH (46.2%), another 30.8% had revenue of 100–499 mln UAH and remaining firms generated annual revenue of more than 5,000 UAH.

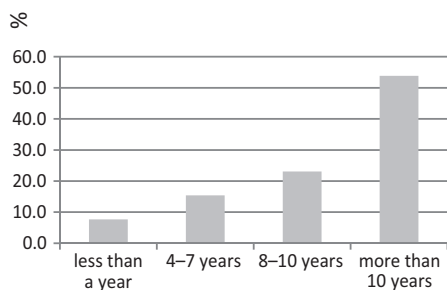


FIGURE 1. How long does the company operate in a market?

Source: Own research.

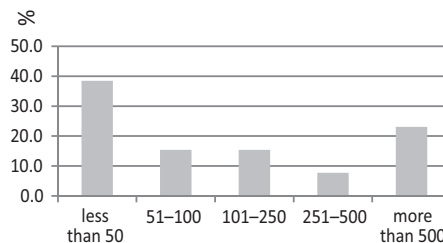


FIGURE 2. What was the average employment during last 3 years?

Source: Own research.

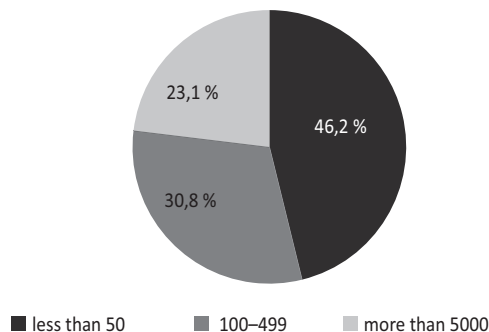


FIGURE 3. What was the average sales revenue during last 3 years (mln UAH)?

Source: Own research.

¹ Figures present only choices selected by respondents.

More than a half of companies (61.5%) was characterized by a slow rate of sales growth of 1–5% during last three years (Figure 4). Only 15% of entities demonstrated a rapid increase of sales (21–30%), equal to a number of firms with a moderate growth (6–20%). It should be mentioned that one company had no sales revenue growth during last 3 years (7.7%).

One-fourth of companies had a loss during last three years while almost a half of them demonstrated an average rate of return on assets of 2–10% (Figure 5). There was a group of companies (30.8%) achieving a high efficiency of their assets (11–30%). A similar discrepancy of capital investments rate was noticed in the sample (Figure 6). The majority of analyzed companies (66.3%) presented a relatively low share of capital investment in sales revenue (0–10%), including almost one-fourth of firms with no capital investments during last 3 years. More than thirty percent of entities had 21–30% or more of capital investments share in sales revenue. Such a dispersion gave an evidence of a high polarization of Ukrainian agribusiness companies in terms of growth and development. This was consistent with results of earlier studies of agrarian entities in Ukraine based on larger samples [Prokopa, Berkuta and Betliy 2010].

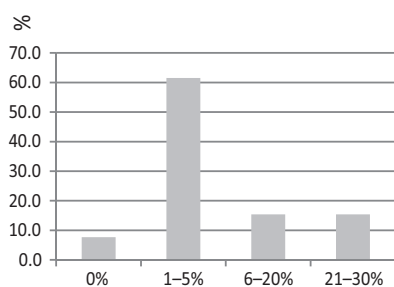


FIGURE 4. What was the average sales revenue growth during last 3 years

Source: Own research.

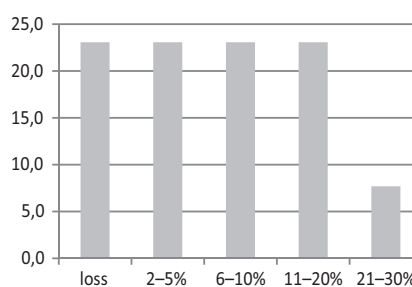


FIGURE 5. What was the average return on assets during last 3 years?

(0–2% did not occur)

Source: Own research.

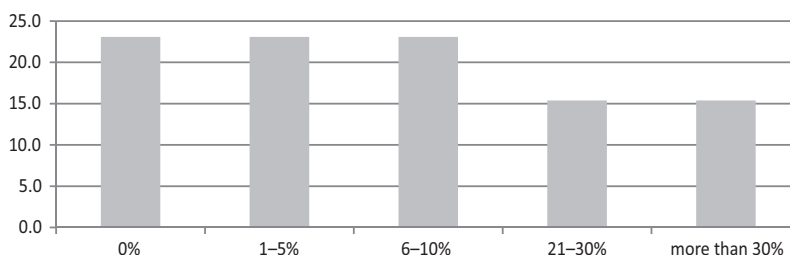


FIGURE 6. What was the average capital investment share in sales revenue during last 3 years?

Source: Own research.

Expertise of chief executive officers can highly influence the quality of financial management process. Figures 7–10 present summary information on top managers of Ukrainian agribusiness companies.

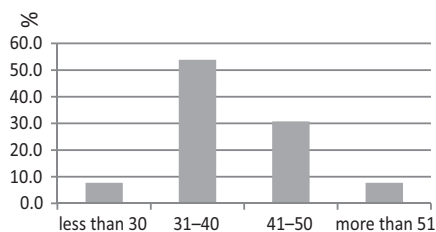


FIGURE 7. CEO Age

Source: Own research.

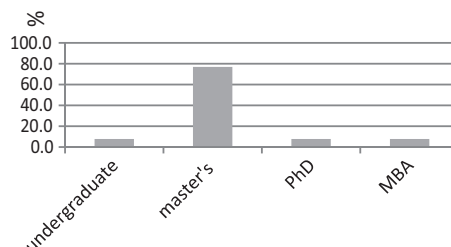


FIGURE 8. CEO Education

Source: Own research.

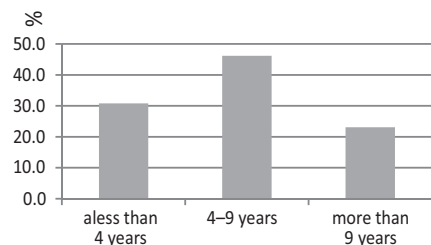


FIGURE 9. CEO Tenure

Source: Own research.

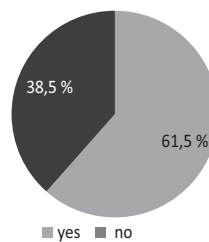


FIGURE 10. Equity in managers ownership

Source: Own research.

The majority of chief executive managers (53.8%) was between 31 and 40 years, while only one-third was between 41–50 years. Almost all CEO's had master's degrees (76.9%) and nearly half of them worked between 4 and 9 years in the company. Only more than 15% acquired PhD and MBA diplomas and one-fourth had more than 9 years tenure in the company. A large number of CEO's had their share in companies' ownership (61.5%) that could be viewed as an additional motivation factor for managers and a signal of better performance of a company [Fauzi and Locke 2012].

Understanding goals of a company helps to evaluate an overall financial management process (Figure 11). Respondents were offered to score an importance of particular goals on a scale from 0 (not important) to 4 (very important)².

² The same scale is used for further questions.



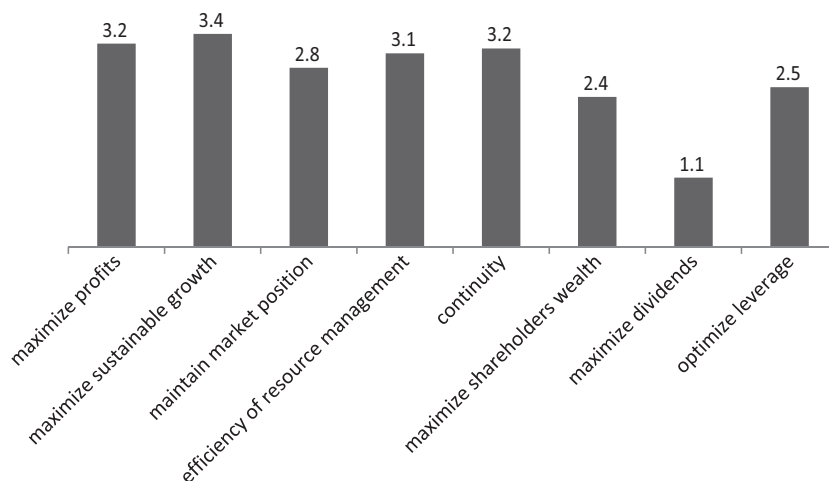


FIGURE 11. Goals of financial management of Ukrainian agribusiness companies
Source: Own research.

Chief executive officers of Ukrainian companies tried to apply a multidimensional approach in their corporate policy that is consistent with stakeholder theory of financial management. This approach implies an attempt to find a compromise between interests of different groups of stakeholders within an overall business strategy of a company [Fassin 2007]. Among the most important goals of companies were sustainable growth maximization (3.4), continuity of business (3.2) and maximizing profits (3.2). At the same time the principle of shareholders' wealth maximization was less popular (2.4) as well as maximization of dividends (1.1). A high priority for the efficiency of resource management (3.1) signaled the need for use of advanced managerial tools and methods in business. Low score for the goal of optimizing leverage (2.5) demonstrated less importance of capital structure policy in comparison to market and efficiency orientation. Responses of Ukrainian CEO's were consistent with results from earlier research conducted among managers of some European countries [Brounen et al. 2004] and Polish managers from agribusiness sector [Zabolotnyy 2012].

Ukrainian CEO's differently evaluated the importance of particular groups of stakeholders within multidimensional strategies of their companies (Figure 12).

On the one hand customers were the most important group of stakeholders for Ukrainian CEO's (3.6). This gave an evidence of a strong market orientation of the analyzed entities. On the other hand value-oriented approach was proved by a relatively high importance of board (3.1) and shareholders (3.2). A low rates for employees (2.2) demonstrated a dominant position of employers in Ukrainian labor market, while moderate grade for suppliers of goods and services (2.8)

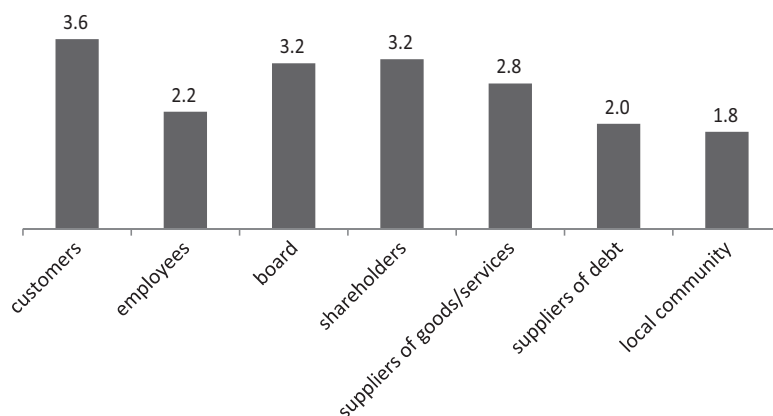


FIGURE 12. Importance of stakeholders for Ukrainian agribusiness companies

Source: Own research.

showed the dependence of this group on their buyers. Low scores for suppliers of debt (2.0) showed little significance of debt financing in analyzed companies. Local community was not also very important (1.8) that showed the limited popularity of social responsibility concept among Ukrainian CEO's. Generally, the responses of Ukrainian managers were consistent with results of a survey in Polish companies. Nevertheless, in Poland CEO's paid higher scores for employees, suppliers of goods and debt and local community that could appear from a comparatively greater maturity of Polish corporate culture [Zabolotnyy 2012]. Remarkably in many Western European companies employees were more important than board and shareholders and the popularity of local community was equal to suppliers of debt [Brounen et al. 2004].

Ukrainian managers saw different priorities of financial management in their companies (Figure 13). The most important area was control, analysis and reporting (3.1). This probably derived both from a necessity of a broad information for the board and shareholders as well as from requirement for detailed financial statements for Ukrainian tax authorities and other governmental bodies. Importance of working capital management (2.9) was connected to a great volatility of Ukrainian economic conditions influenced by high rate of inflation, scarcity of financial resources and decrease of demand for goods and services. This required carefully planning of cash flows, volume and structure of current assets and liabilities. Relatively less popularity of capital budgeting (2.4) and capital structure policy (2.4) could appear from low growth rates of capital investments and limited financing in the majority of analyzed companies.

A low importance of risk management (2.0) in Ukrainian agricultural companies was embarrassing. For example Polish CEO's paid much more attention to this area [Zabolotnyy 2012]. The only reason for this situation could be con-



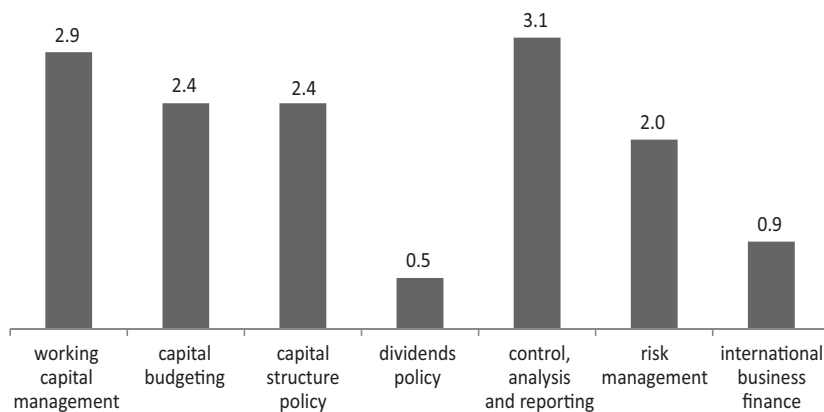


FIGURE 13. Priority areas of financial management in Ukrainian agribusiness companies
Source: Own research.

sidering risk factors and risk management processes as integral components of other areas, such as working capital management or capital budgeting. An insignificance of dividend policy (0.5) in CEO's opinions signaled the lack of dividend payments in Ukrainian agribusiness companies. International business finance was not important (0.9) because of limited exposure of studied companies on global financial markets.

Capital budgeting decisions often depend on methods used for evaluation of particular investment projects. Ukrainian managers chose various techniques of capital budgeting (Figure 14).

Profitability index (2.9) was selected as the most popular method of investments evaluation. In spite of great attention to profitability of investment projects it was difficult to assess whether the calculation of this metric by CEO's was consistent with financial textbooks. Other popular capital budgeting techniques included net present value (1.8), internal rate of return (1.6), payback period (1.6) and discounted payback period (1.7). Such techniques as hurdle rate (1.4), accounting rate of return (1.4), sensitivity analysis (1.2) and adjusted present value (1.1) were less frequently-used. Earnings multiply approach (0.9), value at risk (0.9) and real options concept (0.7) were the least popular. The results of the survey were different from studies of the USA companies where the most important techniques were net present value and internal rate of return, while profitability index was among minor methods [Graham and Harvey 2001]. The same divergence in CEO's views was notices in case of Western European companies [Brounen et al. 2004].

Different risk factors were considered by Ukrainian CEO's in evaluation of investment projects (Figure 15).



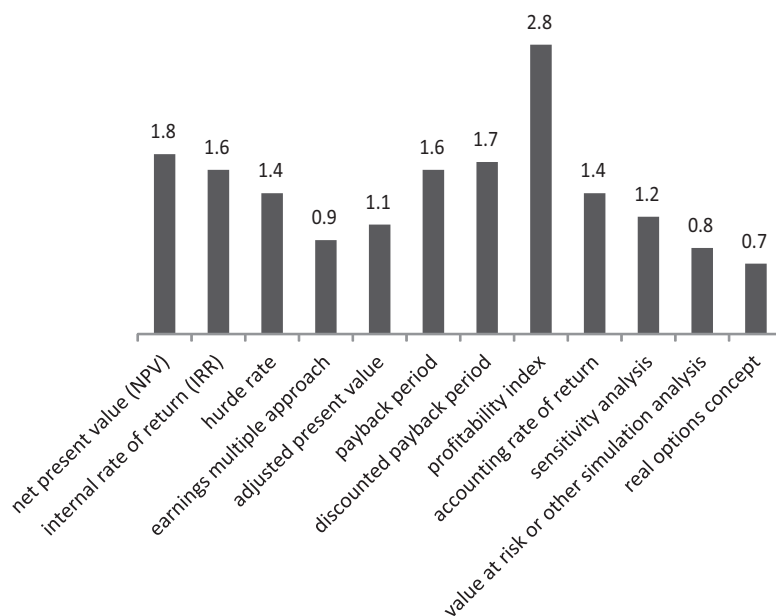


FIGURE 14. Capital budgeting techniques used in Ukrainian agribusiness companies
Source: Own research.

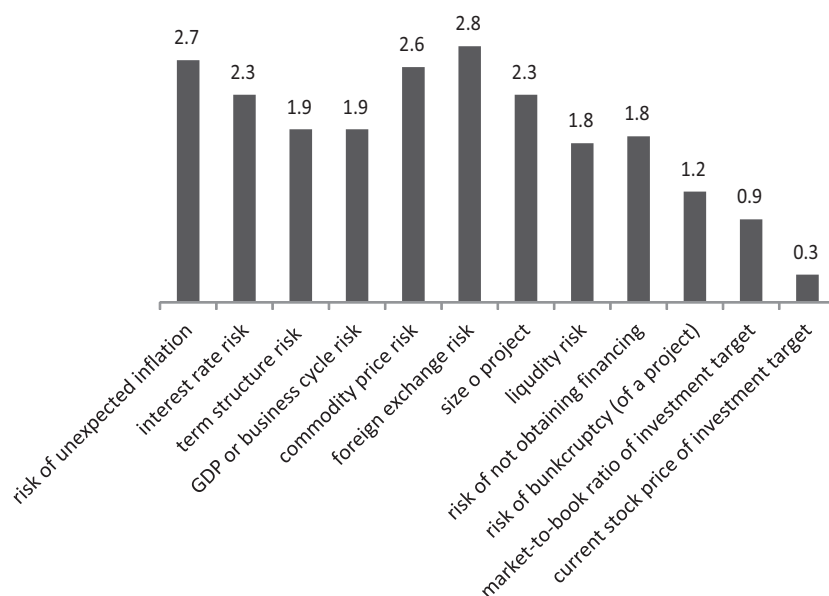


FIGURE 15. Risk factors influencing investment decisions of Ukrainian CEO's
Source: Own research.



The most important risk factors were associated with highly changeable economic conditions including foreign exchange risk (2.8), risk of unexpected inflation (2.7), commodity price risk (2.6). This could be explained by an overall depression of Ukrainian economy caused by political crisis. Interest rate risk (2.3) and size of project (2.3) were also taken into account in capital budgeting process. Term structure risk (1.9), risk of liquidity (1.7) and risk of not obtaining financing (1.8) were less important. It could be explained by the short-term nature of these risk factors whereas investment decisions consider a longer time horizon. Factors connected with a market price of a company were irrelevant because analyzed firms didn't issue stock. Such responses of Ukrainian CEO's were in line with the results received in studies based on the companies from USA [Graham and Harvey 2001] and Western Europe [Brounen et al. 2004].

Less importance of interest rate and credit risk factors could be explained by a high preference to own sources of financing of investment projects (Figure 16).

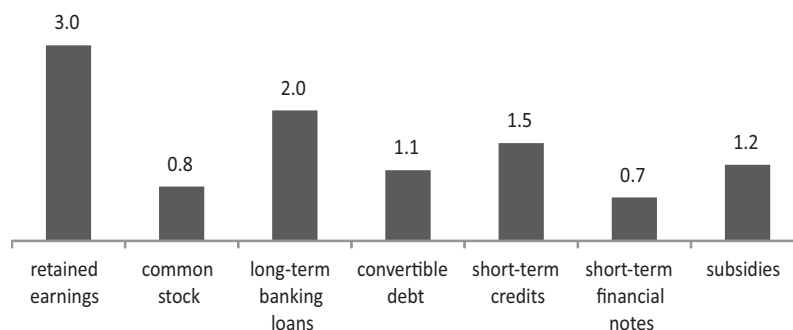


FIGURE 16. Sources of financing of new investment projects in Ukrainian agribusiness companies

Source: Own research.

Generally the results of a survey gave an evidence of a pecking-order theory of financing. According to this theory companies use external financing only when internal funds do not cover their capital needs [Kuryłek 2014]. When using external sources firms prefer debt, convertible securities and equity. In Ukrainian companies new investment projects were financed first of all from retained earnings (3.0) and long-term banking loans (2.0). The popularity of external sources of financing was as follows: short-term credits (1.5), subsidies (1.2), convertible debt (1.1), common stock (0.8) and short-term financial notes (0.7). The responses of Ukrainian CEO's were consistent with the findings of Graham and Harvey [2001] and Brounen et al. [2004]. It should be mentioned that Polish managers of agribusiness companies also applied the similar approach to capital structure policy [Zabolotnyy 2012].

SUMMARY

In the paper the practice of financial management of Ukrainian companies from agribusiness sector was studied. According to the results of a research the following conclusions were formulated:

1. Ukrainian agribusiness companies were highly polarized in terms of market potential, profitability of assets and volume of capital investments. This could greatly affect managerial attitude to corporate finance and methods used in financial management.
2. A multidimensional approach oriented on such goals as sustainable growth, continuity and maximizing profits was applied in Ukrainian agribusiness companies. This gave an evidence of a stakeholder theory as a compromise between goals of different groups of actors in the company. Furthermore, pursuing different goals in the process of financial management signaled a search for a balance in a risk-return relation.
3. Ukrainian managers tried to concentrate on different groups of stakeholders with a particular focus on customers, board and shareholders. The reason for client orientation could be a highly competitive business environment and aspiration for market share maximization. A high priority for investors and board was dictated by a necessity of their wealth maximization that was consistent with a shareholder theory.
4. A great importance of control, analysis and reporting in financial management derived from a need for detailed financial information for board and shareholders as well as for Ukrainian tax authorities and other governmental bodies. Efficient working capital management was a necessary condition for continuity of operations in highly volatile Ukrainian market. Managers of developing companies also paid much attention to capital budgeting, capital structure and risk management.
5. The most preferable capital budgeting technique was profitability index, while net present value and internal rate of return were less popular. This proved managers' adherence to profitability criterion in investment project evaluation and signaled a shareholder approach. In evaluation of investment opportunities managers generally considered macroeconomic factors such as foreign exchange risk, risk of unexpected inflation and commodity price risk. This was strongly related to economic and political instability in Ukraine.
6. Ukrainian managers were strongly supporting the pecking-order theory of capital structure. Firstly, new investment were financed by internal source of financing such as retained earnings and secondly by external funds including long-term banking loans, short-term credits, subsidies, convertible debt and common stock.



References

- BROUNEN D., DE JONG A., KOEDIJK K., WINTER 2004: Corporate Finance in Europe. Confronting Theory with Practice, *Financial Management* 34, pp. 71–101.
- CHOJNACKA E. 2010: Czynniki wpływające na poziom zadłużenia – wyniki badania opinii osób odpowiedzialnych za finanse w publicznych spółkach akcyjnych, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* 26, pp. 347–355.
- FASSIN Y. 2008: Imperfections and Shortcomings of Stakeholder Model's Graphical Representation, *Journal of Business Ethics*, pp. 879–888.
- FAUZI F., LOCKE S. 2012: Board Structure, Ownership Structure and Firm Performance: a Study of New Zealand Listed Firms, *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance* 8, 2, pp. 43–67.
- GRAHAM J.R., HARVEY C.R. 2001: The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, *Journal of Financial Economics* 60, pp. 187–243.
- JACOBI N.H., WESTON J.F. 1952: Factors Influencing Managerial Decisions in Determining Forms of Business Financing: An Exploratory Study, *Conference on Research in Business Finance, Universities-National Bureau, NBER*, pp. 145–198.
- KURYŁEK Z. 2014: Teorie hierarchii źródeł finansowania w finansowaniu hybrydowym przedsiębiorstw, *Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu* 2 (40), pp. 169–181.
- PROKOPA I.V., BERKUTA T.V., BETLIY M.G. 2010: Диференціація господарств населення за характером виробництва: наслідки ринкової трансформації, *Економіка сільськогосподарства*, pp. 74–89.
- VAN HORNE J.C., WACHOWICZ J.M. 2008: *Fundamentals of Financial Management*, Prentice Hall.
- WAWRZYNOWICZ J., WAJSZCZUK K., BAUM R. 2012: Specyfika czynników ryzyka w przedsiębiorstwach rolnych – próba holistycznego podejścia, *Zarządzanie i Finanse* 10, 1, part 2, pp. 349–360.
- ZABOLOTNY S. 2012: Polityka zarządzania finansami w spółkach giełdowych z sektora agrobiznesu w opiniach zarządzających, *Roczniki Naukowe Stowarzyszenia Ekonomistów Rolnictwa i Agrobiznesu* 14, 3, pp. 438–443.

ZASADY ZARZĄDZANIA FINANSAMI W PRZEDSIĘBIORSTWACH Z SEKTORA AGROBIZNESU NA UKRAINIE

Abstrakt. Celem artykułu jest rozpoznanie praktyk zarządzania finansami w ukraińskich przedsiębiorstwach z sektora agrobiznesu. Ukraińscy menedżerowie stosowali wielofunkcyjne podejście w zarządzaniu finansami, zorientowane na takie cele jak zrównoważony rozwój, zapewnienie ciągłości funkcjonowania



oraz maksymalizacja zysków. Duże znaczenie kontroli, analizy i raportowania w zarządzaniu finansami wynikało z zapotrzebowania na szczegółową informację finansową, zgłaszanego przez zarząd i właścicieli oraz ukraińskie urzędy skarbowe i inne organy państwowe. Efektywne zarządzanie kapitałem obrotowym było niezbędnym warunkiem zapewnienia ciągłości działalności w warunkach dużej niestabilności rynkowej na Ukrainie. Najpowszechniejszą techniką stosowaną w budżetowaniu kapitałowym był wskaźnik zyskowności inwestycji, natomiast wartość bieżąca netto i wewnętrzna stopa zwrotu cieszyły się mniejszą popularnością. Ukraińscy menedżerowie wykazały się dużym poparciem dla teorii hierarchii źródeł finansowania w strukturze kapitałowej.

Słowa kluczowe: zarządzanie finansami, budżetowanie kapitałowe, struktura kapitałowa, agrobiznes



