

FINANSOMANIA

PODSTAWY WIEDZY O FINANSACH



Redakcja naukowa

Marta Kluzek Dorota Wiśniewska Krzysztof Waliszewski

WYDAWNICTWO UEP



UNIwersYTET
EKONOMICZNY
W POZNANIU

FINANSOMANIA

PODSTAWY WIEDZY O FINANSACH

Redakcja naukowa

Marta Kluzek Dorota Wiśniewska Krzysztof Waliszewski

WYDAWNICTWO UEP



UNIwersYTET
EKONOMICZNY
W POZNANIU

Poznań 2021

Komitet Redakcyjny

*Barbara Borusiak, Szymon Cyfert, Bazyli Czyżewski, Aleksandra Gawel (przewodnicząca),
Tadeusz Kowalski, Piotr Lis, Krzysztof Malaga, Marzena Remlein, Eliza Szybowski (sekretarz),
Daria Wieczorek*

Recenzent

Stanisław Flejterski

Projekt okładki

Boobry Group
Marta Brzostowicz

Redakcja i korekta

Deal

Na okładce umieszczono logo Ogólnopolskiej Olimpiady Wiedzy o Finansach „Finansomania”

eISBN 978-83-8211-064-7

<https://doi.org/10.18559/978-83-8211-064-7>

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
Poznań 2021



<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/deed.pl>

Ta książka jest udostępniana na licencji Creative Commons Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 4.0 Międzynarodowe (CC BY-NC-ND 4.0)

WYDAWNICTWO UNIwersYTETU EKONOMICZNEGO W POZNANIU

ul. Powstańców Wielkopolskich 16, 61-895 Poznań

tel. 61 854 31 54, 61 854 31 55

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

adres do korespondencji: al. Niepodległości 10, 61-875 Poznań

Skład: Wydawnictwo eMPI²

SPIS TREŚCI

Wstęp (<i>Marta Kluzek, Krzysztof Waliszewski, Dorota Wiśniewska</i>)	6
Rozdział 1. Finanse – wprowadzenie (<i>Józefa Monika Gryko, Joanna Lizińska</i>)	8
1.1. Pojęcie i znaczenie finansów	8
1.2. Pieniądz jako podstawowa kategoria finansów	10
1.2.1. Formy pieniądza	10
1.2.2. Ekonomiczne funkcje pieniądza	13
1.2.3. Społeczne funkcje pieniądza	13
1.2.4. Wartość pieniądza w czasie	15
1.3. Decyzje finansowe w ujęciu podmiotowym	19
1.4. System finansowy	24
Pytania i zadania	28
Rozdział 2. Finanse publiczne (<i>Sławomira Kańduła, Marta Kluzek, Marcin Sychała</i>)	31
2.1. Sektor finansów publicznych	31
2.2. Dochody budżetu państwa	39
2.3. Państwowe fundusze celowe	44
2.4. Wydatki budżetu państwa	46
2.5. Budżet środków europejskich i fundusze Unii Europejskiej	48
2.6. Deficyt budżetowy	51
2.7. Finanse jednostek samorządu terytorialnego	54
2.8. Dług publiczny	57
Pytania i zadania	61
Rozdział 3. Bankowość (<i>Anna Warchlewska, Marcin Wiśniewski</i>)	65
3.1. Podmioty w sektorze bankowym	65
3.2. Bank centralny i polityka pieniężna	66
3.3. Produkty i operacje bankowe	73
3.4. Rodzaje kredytów bankowych	75
3.5. Formy lokowania oszczędności	79
3.6. Płatności bezgotówkowe, aplikacje mobilne i karty płatnicze	81
Pytania i zadania	83

Rozdział 4. Rynek finansowy (<i>Przemysław Grobelny, Katarzyna Perez, Dorota Wiśniewska</i>)	85
4.1. Istota rynku finansowego	85
4.2. Podmioty na rynku finansowym	88
Instytucje nadzorujące rynek finansowy	88
Instytucje organizujące rynek finansowy	89
Uczestnicy rynku finansowego	90
4.3. Instrumenty finansowe	92
Instrumenty rynku pieniężnego	92
Instrumenty rynku kapitałowego	96
Instrumenty rynku walutowego	103
Instrumenty pochodne (derywaty)	104
4.4. Portfel inwestycyjny	106
Pytania i zadania	112
Rozdział 5. Ubezpieczenia gospodarcze (<i>Monika Kaczała, Malwina Lemkowska</i>)	115
5.1. Zarządzanie ryzykiem	115
5.2. Ubezpieczenie jako urządzenie gospodarcze	120
5.3. Umowa ubezpieczenia	127
5.4. Struktura produktowa polskiego rynku ubezpieczeń	136
5.5. Otoczenie instytucjonalne polskiego rynku ubezpieczeń	139
Pytania i zadania	144
Rozdział 6. Finanse przedsiębiorstw (<i>Marta Kluzek, Maciej Szczepkowski, Dorota Wiśniewska</i>)	146
6.1. Przedsiębiorczość i formy prowadzenia działalności gospodarczej	146
6.2. Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa	149
6.3. Zarządzanie kapitałem obrotowym przedsiębiorstwa	155
6.4. Decyzje inwestycyjne i miary ich efektywności	159
6.5. Pojęcie kapitału i źródła finansowania działalności przedsiębiorstwa	162
6.6. Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie	167
6.7. Ocena sytuacji finansowej przedsiębiorstwa	170
Wskaźniki rentowności	171
Wskaźniki płynności	171
Wskaźniki zadłużenia	172
Wskaźniki sprawności działania	173
Wskaźniki pozycji rynkowej	176
6.8. Planowanie finansowe jako narzędzie podejmowania decyzji w przedsiębiorstwie	179
Pytania i zadania	182
Rozdział 7. Finanse gospodarstw domowych (<i>Krzysztof Waliszewski, Anna Warchlewska</i>)	185
7.1. Istota i zarządzanie finansami osobistymi a cele gospodarstwa domowego	185
7.2. Wybrane decyzje finansowe podejmowane w ramach zarządzania finansami osobistymi	190

7.2.1. Prowadzenie budżetu domowego (planowanie dochodów i kontrola wydatków).....	190
7.2.2. Gromadzenie oszczędności i inwestowanie	194
7.2.3. Utrzymywanie płynności finansowej i zadłużenie na cele konsumpcyjne i inwestycyjne.....	195
7.3. Doradztwo finansowe dla gospodarstw domowych.....	196
7.4. Edukacja finansowa oraz kształtowanie wiedzy i świadomości finansowej gospodarstw domowych	198
7.5. Zagadnienia problemowe w finansach osobistych	201
7.5.1. Wykluczenie finansowe.....	201
7.5.2. Nadmierne zadłużenie i upadłość konsumencka.....	204
Pytania i zadania.....	208
Rozdział 8. Finanse międzynarodowe (Monika Andrzejczak, Justyna Światowiec-Szczepańska)	210
8.1. Międzynarodowy system finansowy i jego instytucje	210
Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW, International Monetary Fund)	211
Bank Światowy (BŚ, World Bank).....	211
Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BRM, Bank for International Settlements).....	212
Regionalne banki rozwoju	212
8.2. Polityka finansowa Unii Europejskiej jako organizacji ponadpaństwowej	213
8.3. Pieniądz międzynarodowy i systemy pieniężne	217
8.4. Kursy walutowe i systemy kursowe.....	219
8.5. Parytet siły nabywczej pieniądza.....	224
8.6. Bilans płatniczy.....	228
8.7. Rozliczenia międzynarodowe.....	231
8.8. Międzynarodowe rynki i kryzysy walutowe.....	234
Pytania i zadania.....	238
Odpowiedzi	240
Bibliografia	243
Skorowidz	250

WSTĘP

Od kilku dekad jest zauważalny wzrost znaczenia finansów w życiu społeczno-gospodarczym, a także w działalności przedsiębiorstw, gospodarstw domowych, państwa i samorządów lokalnych. Badania finansów dotyczą działalności człowieka, której towarzyszą przepływy pieniądza, a więc przede wszystkim zjawiska związane ze sferą finansową gospodarki. Badania te polegają w szczególności na analizie przyczyn i skutków przepływu pieniądza między podmiotami gospodarczymi, w tym motywów i kryteriów ich decyzji. W obszarze finansów sytuują się również badania dotyczące szeroko rozumianej sprawozdawczości finansowej, czyli przygotowania i analizy informacji finansowych przydatnych do podejmowania decyzji. W szczególności do obszaru badań finansów należą:

- w ujęciu podmiotowym: finanse publiczne, finanse przedsiębiorstw, finanse osobiste i gospodarstw domowych, instytucje finansowe (w tym: banki, zakłady ubezpieczeń, towarzystwa funduszy inwestycyjnych i emerytalnych), finanse międzynarodowe;
- w ujęciu funkcjonalnym: inwestowanie, pozyskiwanie kapitału, rynki finansowe, polityka finansowa, analiza i transfer ryzyka finansowego, redystrybucja środków finansowych (na przykład przez system podatkowy).

Poznanie świata finansów funkcjonującego wokół pieniądza jest możliwe dzięki posługiwaniu się kategoriami finansowymi, posiadającymi pewne określone wspólne cechy. Ze względu na różnorodność i znaczącą liczbę zjawisk finansowych zachodzących w otaczającej nas rzeczywistości gospodarczej ułatwiają one posługiwanie się pieniądzem. Świat finansów wymaga używania precyzyjnego języka. Przykładowo dochód to nie jest to samo co przychód, wydatek nie jest równoznaczny z kosztem. Wśród podstawowych kategorii finansowych wyróżnić można: przychodowe (ceny), dochodowe (zysk, procent, renta pieniężna), wydatkowo-kosztowe (wydatki, koszty), dłużne (pożyczka pieniężna w postaci kredytu w banku czy deficytu finansowego) i podatkowe (przykładowo podatek dochodowy czy podatek od wartości dodanej). Należy zaznaczyć, że w przypadku finansów publicznych pojęcia dochodów i przycho-

dów oraz wydatków i rozchodów są specyficznym rozumiane, odmiennie niż w przypadku innych subdyscyplin finansów.

Celem niniejszej publikacji jest zebranie, usystematyzowanie i prezentacja w sposób przystępny dla młodego czytelnika zagadnień odnoszących się do poszczególnych obszarów finansów wyróżnionych z punktu widzenia podmiotowego – **finansów publicznych, bankowości, finansów przedsiębiorstw, ubezpieczeń gospodarczych, finansów osobistych i międzynarodowych**. Należy podkreślić, że prezentowane w książce treści odpowiadają podejściu klasycznemu do ekonomii i finansów, choć autorzy i redaktorzy mają świadomość rosnącej roli podejścia behawioralnego.

W podręczniku przedstawiono najważniejsze informacje dotyczące omawianej problematyki, aktualne regulacje prawne, przykłady poparte obliczeniami, pytania otwarte i zamknięte, zadania do samodzielnego rozwiązania, a w końcowej części każdego rozdziału dodano również zalecaną literaturę.

Jako redaktorzy chcielibyśmy zachęcić uczniów do samodzielnego zgłębiania wiedzy z zakresu finansów poprzez śledzenie wydarzeń w życiu społeczno-gospodarczym przez pryzmat finansów. Dla przykładu, w trakcie pisania książki wybuchła pandemia koronawirusa COVID-19, do czego autorzy się nie odnoszą, ale są już dostępne pierwsze monografie naukowe z zakresu koronomiki (Solarz i Waliszewski, 2020; Zaleska, 2021), które mogą stanowić interesującą lekturę uzupełniającą problematyki z dziedziny finansów w czasach kryzysu. Mamy więc nadzieję, że niniejsza publikacja będzie dobrym przewodnikiem po finansach, ale także inspiracją do dalszej, pogłębionej lektury oraz samodzielnego poszukiwania informacji z tego obszaru.

Marta Kluzek, Krzysztof Waliszewski, Dorota Wiśniewska

Rozdział 1

FINANSE – WPROWADZENIE

1.1. Pojęcie i znaczenie finansów

Podstawą rozwoju społeczeństw była wymiana dóbr i usług w celu zaspokojenia potrzeb ludzi. Z czasem zmieniał się zakres ludzkich potrzeb, a systemy gospodarcze przekształcały się w coraz bardziej złożone mechanizmy. Niemniej podstawą funkcjonowania sfery ekonomicznej relacji międzyludzkich był i nadal pozostaje przepływ dóbr i usług pomiędzy ludźmi. Sfera gospodarki obejmująca wytwarzanie dóbr i świadczenie usług nosi nazwę **sfery realnej**. To dzięki jej funkcjonowaniu można kupić chleb, komputer, skorzystać z usług fryzjera czy naprawić samochód.

Wymiana zróżnicowanych dóbr materialnych byłaby bardzo utrudniona w sytuacji wyboru sposobu wymiany „towar za towar”. Z koniecznością jej usprawnienia jest związane powstanie **sfery finansowej** (pieniężnej), której pierwotnym zadaniem była i jest obsługa sfery realnej, czyli uzupełnienie strumieni dóbr i usług o strumień pieniężny.

Pieniądz ułatwił wymianę dóbr i usług zachodzącą między ludźmi, równocześnie tworząc nowy wymiar (sferę) gospodarki. Obsługa wymiany dóbr i usług wymaga obecnie zawarcia pomiędzy stronami kontraktu wycenionego w pieniądzu, przykładowo między pracownikiem a pracodawcą, odbiorcą a dostawcą, usługodawcą a usługobiorcą. Pracownik świadczy pracę polegającą na wytworzeniu dóbr lub usług, otrzymując w zamian strumień pieniądza. Podobnie producent sprzedaje produkty, aby otrzymać w zamian zapłatę. Zatem w jednym kierunku płynie strumień dóbr czy usług, a w drugim – strumień pieniężny. Z wykorzystaniem pieniędzy jest związana konieczność podejmowania decyzji o charakterze finansowym. Decyzje te są związane z kwestią

gromadzenia pieniędzy, ich lokowania, inwestowania. W celu obsługi przepływów strumieni pieniężnych pomiędzy podmiotami pojawiły się także wyspecjalizowane instytucje.

Finanse to w szerokim rozumieniu „ogół zjawisk pieniężnych związanych ze społeczną i gospodarczą działalnością ludzi, czyli ogół zjawisk i stosunków finansowych powstających w związku z tworzeniem, gromadzeniem, transferem i wydatkowaniem środków pieniężnych”.

Stosunki finansowe to relacje pieniężne, które powstają w procesie gospodarczym, zazwyczaj pomiędzy dwoma stronami. Przykładem mogą być stosunki pomiędzy pożyczkodawcą a pożyczkobiorcą, stosunki podatkowe, stosunki ubezpieczeniowe czy międzynarodowe stosunki finansowe.

Można wskazać kilka powodów, dla których warto się zajmować finansami. Finanse dotyczą wielu aspektów naszego życia, co powoduje, że rozszerzanie wiedzy i rozwój umiejętności w tym zakresie są coraz bardziej przydatne. Dzięki lepszemu zrozumieniu zasad funkcjonowania sfery finansowej można lepiej zarządzać własnymi zasobami, podejmując decyzje związane chociażby z wyborem, w co i na jaki czas inwestować posiadane pieniądze (na przykład czy wybrać lokatę, fundusz, papiery wartościowe) lub skąd pozyskać kapitał na sfinansowanie własnych zamierzeń (na przykład wybór konkretnej oferty kredytu hipotecznego na zakup mieszkania). Oferta możliwości inwestycyjnych oraz pozyskania kapitału jest obecnie na tyle szeroka, że czasami wybór najkorzystniejszego wariantu wymaga pomocy ze strony specjalistów. W takim wypadku będzie przydatna podstawowa wiedza z zakresu finansów umożliwiająca skuteczne komunikowanie się z odpowiednimi podmiotami, wybór zakresu ich pomocy oraz zrozumienie ich propozycji lub porad. Wiedza w zakresie finansów daje również wiele możliwości pracy w sferze finansowej (na przykład w banku, ubezpieczeniach) lub na stanowisku związanym z podejmowaniem decyzji finansowych w przedsiębiorstwie (na przykład analityk czy menedżer finansowy).

Warto podkreślić, że finanse to również transfery pomiędzy poszczególnymi podmiotami w gospodarce, będące domeną władzy publicznej. Wiedza o finansach pozwala lepiej zrozumieć zależności pomiędzy podatkami a wydatkami o charakterze publicznym. To z kolei pozwala obywatelom podejmować świadome decyzje w demokratycznym procesie wyboru reprezentantów na stanowiska publiczne. Zarządzanie państwem również wymaga znajomości funkcjonowania budżetu państwa, konstrukcji podatków, finansów instytucji wspierających podejmowanie decyzji finansowych. Ostatnim argumentem, dla

którego warto znać finanse, jest wymiar czysto intelektualny, czyli poszerzanie swojej wiedzy o otaczającym świecie.

1.2. Pieniądz jako podstawowa kategoria finansów

1.2.1. Formy pieniądza

O finansach mówi się wszędzie tam, gdzie występuje pieniądz. Pieniądz jest obecny w różnych dziedzinach życia i służy człowiekowi maksymalizowaniu korzyści czy – inaczej mówiąc – zaspokajaniu potrzeb w najbardziej efektywny z punktu widzenia danej osoby sposób.

Pieniądz to powszechnie akceptowany środek płatności za towary i usługi, w którym wyrażone są ceny i wartości różnych dóbr. Za pomocą pieniądza dokonuje się płatności, wywiązuje się z zobowiązań oraz porównuje się wartości rozmaitych dóbr i usług.

Pieniądz ma swoją długą historię, a jego forma zmieniała się w ślad za zmieniającymi się potrzebami człowieka. Pojawił się on w toku rozwoju gospodarczego, w szczególności w wyniku podziału pracy: określone osoby specjalizowały się na przykład w hodowli zwierząt, inne w uprawie roślin lub wytwarzaniu naczyń. Początkowo w procesie wymiany dóbr powszechnego użytku nie posługiwano się pieniądzem. Powszechna była wymiana w formie **barteru**. Jednakże taka **wymiana bezpośrednia** jednego dobra na inne dobro była dość kłopotliwa, ponieważ istotną trudność stanowiło znalezienie odpowiedniego kontrahenta zainteresowanego zamianą dóbr tożsamej wartości. Wiązało się to również z koniecznością ustalania stosunku tej wymiany. Taki bezpośredni handel wymienny stał się nieefektywny i czasochłonny, co skłaniało do poszukiwania wygodniejszych i bezpieczniejszych form zapłaty. Z czasem pojawiły się przedmioty odgrywające w gospodarce rolę pieniądza, a pojawienie się pieniądza dało impuls do powstania wymiany towarowo-pieniężnej określanej jako **wymiana pośrednia**.

W toku ewolucji następowało przejście od pieniądza towarowego, poprzez pieniądz kruszcowy aż po dominujący dzisiaj pieniądz papierowy i pieniądz

elektroniczny. Dawniej odpowiednikiem dzisiejszego pieniądza były tzw. płacidła, czyli towary, które służyły jako środek płatniczy ułatwiający wymianę towarów, ale również były miernikiem wartości innych towarów czy usług. W ten sposób wykształcił się **pieniądz towarowy** – w postaci dóbr szczególnie przydatnych w zaspokajaniu potrzeb, więc chętnie przyjmowanych jako forma zapłaty. W tym celu wykorzystywano na przykład skóry zwierzęce, sól kamienną, zboże czy bydło.

Rozwój handlu wymusił udoskonalenie środka płatniczego. Powszechnie zaczęto wykorzystywać metale czy szlachetne kruszce, takie jak złoto czy srebro. Miały one tę zaletę w stosunku do innych dóbr, że były trwałe i łatwe w przechowywaniu oraz stosunkowo łatwo podzielne bez utraty wartości użytkowej. Ponadto relatywnie niewielka ich ilość i objętość mogła przedstawiać dużą wartość. Tak wykształciła się bardziej rozwinięta forma pieniądza towarowego, czyli tzw. **pieniądz kruszczowy**, którego wartość zależała od wartości kruszcu zawartego w monetach. Początkowo były to po prostu nieobrobione bryłki danego kruszcu, co rodziło konieczność każdorazowego ich ważenia. Z czasem przyjęły formę sztabek, kulek, różnokształtnych płytek czy wreszcie krążków. Były one wytrzymałe i łatwe do przechowywania przez dłuższy czas. Następnie zaczęto na nich wybijać informacje poświadczające ich jakość, wagę czy pochodzenie. Stały się pierwowzorem dzisiejszych monet. Pierwsze pieniądze w tym znaczeniu pojawiły się około III wieku p.n.e. w Egipcie i Chinach. Były to krążki stopów różnych metali i metalowe sztabki. Prawdziwe monety z wyrażoną na niej wartością pojawiły się dopiero w VII w. p.n.e. w Grecji. W Polsce monety pojawiły się na przełomie X i XI wieku.

Niestety, powszechne stało się psucie pieniądza, co odbywało się poprzez obniżanie zawartości metali szlachetnych w monetach. W ten sposób emitent osiągał dodatkowy zysk. Równolegle jednak proceder taki utrudniał posługiwanie się pieniądzem kruszczowym w codziennych transakcjach. Kruszcem większej wartości był ciężki, co utrudniało chociażby jego transport i przechowywanie, dlatego też – dla ułatwienia i bezpieczeństwa – monety wykonane z kruszcu zaczęto przekazywać do depozytu złotnikom, w zamian za co wystawiali oni kwity depozytowe. Znacząco ułatwiała to obrót towarami i usługami, więc zaczęto się nimi posługiwać w życiu codziennym, przykładowo podczas zakupu towarów. W ten sposób rozpoczął się proces dematerializacji pieniądza. Początkowo kwity depozytowe były wymienne na kruszec w dowolnym momencie. Z czasem jednak wartość kwitów depozytowych zaczęła przekraczać wartość zdeponowanego kruszcu, złotnicy przekształcili się w bankierów pobierających oprocentowanie za zdeponowane złoto, a w obrocie pojawiły się wymienne na złoto czy srebro noty bankowe (banknoty) emitowane przez

banki prywatne (komercyjne). Tak powstawał **pieniądz papierowy**. Z czasem ograniczeniu ulegała liczba banków mających prawo do emisji not bankowych, co sprzyjało stabilności i pewności jego akceptowalności, a władze państwa zyskiwały w tym zakresie monopol. Obecnie pieniądz papierowy funkcjonuje bez powiązania z kruszczem. Banknoty i monety (bilon) stały się wyłącznie znakami pieniężnymi, są pieniądzem symbolicznym, o wartości niezależnej od rodzaju materiału, z którego został wykonany. Pieniądz gotówkowy w tej postaci jest emitowany przez władze monetarne danego państwa (zasadniczo przez bank centralny) na podstawie umowy społecznej.

Równolegle funkcjonuje **pieniądz bezgotówkowy** (bankowy, depozytowy, wkładowy) w postaci zapisów na bankowych rachunkach depozytowych. Jest to pieniądz, który nie ma nawet fizycznej postaci. Podstawą jego kreacji są wierzytelności przedsiębiorstw lub osób fizycznych (zgromadzone przez nich pieniądze na rachunkach i lokatach bankowych). Kreowany jest przez banki komercyjne w toku kredytowej emisji pieniądza. Obrót bezgotówkowy wiąże się w funkcjonowaniu polecenia przelewu, polecenia zapłaty, czeku rozrachunkowego czy instrumentów pieniądza elektronicznego.

W obrocie gotówkowym banknoty i monety mają status powszechnie akceptowany. Instrumenty bezgotówkowe nie mają cechy powszechnej akceptowalności. W praktyce jednak pieniądz bezgotówkowy z reguły jest pełnoprawnym środkiem płatniczym. Obrót gotówkowy pozostaje istotny w drobnych transakcjach detalicznych o niskiej wartości, natomiast większość transakcji pomiędzy przedsiębiorstwami dokonuje się obecnie w sposób bezgotówkowy. Elektroniczne formy płatności stały się szybsze, prostsze i wygodniejsze.

Istnieją również zdecentralizowane **waluty cyfrowe** czy **waluty wirtualne** (z najbardziej powszechną kryptowalutą – bitcoinem). Choć z prawnego punktu widzenia nie są uważane za pełnoprawny środek płatniczy, to w pewnych kręgach kryptowaluty internetowe mogą pełnić funkcję płatniczą.

W ślad za rozwojem pieniądza zmieniały się także jego właściwości. Ważne **cechy współczesnego pieniądza** to: trwałość (nie powinien ulegać łatwemu zniszczeniu i tracić wartości przez dłuższy czas) i poręczność (nawet przy transakcjach znacznej wartości). Powinien być także podzielny na mniejsze jednostki bez szkody dla wartości, jednorodny (pieniądze powinny być podobne do siebie), rozpoznawalny i trudny do podrobienia oraz cechować się ograniczoną dostępnością. Te cechy pieniądza łączą praktyczność posługiwania się nim z reprezentowaną przez niego wartością.

1.2.2. Ekonomiczne funkcje pieniądza

Pieniądz jest ważnym ogniwem funkcjonowania gospodarki i pełni różne funkcje na gruncie ekonomicznym. Przede wszystkim służy do ustalania cen (miernik wartości), do realizacji transakcji kupna-sprzedaży (środek wymiany), do spłaty zobowiązań (środek płatniczy) oraz do oszczędzania (środek tezauryzacji).

Pieniądz jako **miernik wartości** jest jednostką rozrachunkową, za której pomocą wyrażana jest wartość towarów czy usług. To z kolei umożliwia porównanie ich cen i ułatwia wymianę, co przyczynia się do rozwoju handlu. Pieniądz posiada więc określoną siłę nabywczą, którą definiuje się jako ilość dóbr, jakie można nabyć za jednostkę pieniądza.

Pieniądz jako **środek wymiany** (cyrkulacji) pośredniczy w transakcjach, w których następuje przekazanie danego dobra i pieniądza między stronami. Jest więc powszechnie akceptowanym zamiennikiem dóbr.

Pieniądz jako **środek płatniczy** pozwala na regulowanie przez dłużnika zobowiązań typu płatniczego (przykładowo umożliwia spłatę kredytu lub uregulowanie kwoty zobowiązań podatkowych). Innymi słowy, pieniądz w tym ujęciu ma moc zwalniania ze zobowiązań dłużnych.

Pieniądz jako **środek tezauryzacji** umożliwia przechowywanie bogactwa (gromadzenie oszczędności). Oszczędności to ta część dochodu do dyspozycji danego podmiotu, która nie została wydana na zakup dóbr czy usług (czyli na tzw. konsumpcję). Dzięki oszczędnościom można sobie zapewnić możliwość płacenia pieniędzmi w przyszłości. W ten sposób – oprócz lokowania oszczędności w nieruchomościach, dziełach sztuki czy biżuterii – pieniądz jest powszechnym środkiem umożliwiającym oszczędzanie. Dzieje się tak, ponieważ pieniądz jest środkiem, który może zostać natychmiastowo zamieniony na dany towar czy usługę, a jego przechowywanie jest relatywnie proste.

1.2.3. Społeczne funkcje pieniądza

W rozważaniach dotyczących wykorzystania pieniądza do zaspokajania potrzeb powinna zostać włączona kwestia etyki. Użyteczność pieniądza – poza jego znaczeniem w sferze gospodarczej – jest również nieoceniona w stosunkach społecznych, w relacjach międzyludzkich. W tym kontekście ważne są także społeczne funkcje pieniądza.

Funkcja behawioralna pieniądza wynika z faktu, że w zależności od posiadanych pieniędzy człowiek zachowuje się w określony sposób. Pieniądze są

ekwiwalentem pozwalającym w łatwy sposób zamienić je na towary i usługi niezbędne do życia. Pozwalają też zaspokoić potrzeby niematerialne czy potrzeby wyższego rzędu, takie jak bezpieczeństwo czy samorealizacja. Pieniądze określają styl życia, strukturę konsumpcji, kształtują ludzkie pragnienia, dają określone przywileje w społeczeństwie. Negatywnym wymiarem działania funkcji behawioralnej jest podporządkowanie przez człowieka swojego zachowania wyłącznie perspektywie zwiększania bogactwa w formie pieniężnej, co skutkuje takimi zjawiskami, jak: skąpstwo, chciwość, przekupstwo, snobizm, niewrażliwość na potrzeby innych czy zachowania nieetyczne.

Funkcja motywacyjna pieniądza wynika z podejmowania pewnych działań wynikających z chęci otrzymania określonej kwoty pieniędzy. W celu zapewnienia sobie możliwości zaspokojenia potrzeb człowiek dąży do posiadania pieniądza. Wykorzystują to na przykład pracodawcy, którzy poprzez różnego rodzaju premie doceniają pracowników, skłaniając ich jednocześnie do większego zaangażowania w wykonywanie powierzonych im pracy. Osiąganie korzyści w zamian za świadczoną pracę stanowi istotny bodziec do rozwijania zawodowych umiejętności czy późniejszego osiągania stawianych sobie celów. Pieniądze służą zaspokajaniu potrzeb indywidualnych oraz zbiorowych. Rodzice, dążąc do zwiększenia swoich zarobków, mogą przez to zwiększyć szanse swoich dzieci na lepszą edukację. Pracodawcy, dążąc do osiągnięcia wyższych dochodów, oddziałują też na pewność zatrudnienia u swoich pracowników czy prestiż menedżerów zatrudnionych w rozwijającym się przedsiębiorstwie. Funkcja motywacyjna pieniądza działa więc wielowymiarowo oraz wywołuje efekty pozytywne w wielu obszarach gospodarki i życia pojedynczych jednostek. Jednakże są również negatywne jej przejawy, a należy do nich na przykład skłanianie – poprzez budowanie perspektywy zarobku – do zachowań niezgodnych z prawem. Niewłaściwie pojęta funkcja motywacyjna pieniądza, powodująca przesadne dążenie do zwiększania możliwości zaspokojenia konsumpcji, może również powodować problemy natury psychologicznej.

Funkcja informacyjna pieniądza wynika między innymi z faktu, że oferowane za daną pracę zarobki stanowią ważne źródło informacji, jakie działania są w określonej społeczności pożądane. Pensja pracownika nie zależy tylko od jego umiejętności i starań, ale jest również pochodną postrzegania wartości świadczonej pracy. Pieniądz informuje więc, jakie działania są oczekiwane, a ponadto stanowi istotny nośnik wartości dóbr, umożliwiając porównanie cen nawet skrajnie różnych towarów czy usług.

Pieniądz niejednokrotnie przyczynia się do powstawania różnic w społeczeństwie, przez co uwidacznia się **dezintegracyjna funkcja pieniądza**. Różnice w dochodach są w pewnym zakresie normalnym przejawem funkcjonowania

gospodarki (przykładowo: pracownik, który pracuje na pół etatu, nie powinien otrzymywać takiej samej pensji jak osoba zatrudniona na cały etat; pracownik o wyższych kwalifikacjach nie powinien być wynagradzany tak samo jak osoba o niższych kompetencjach). W ten sposób powstają grupy społeczne różniące się poziomem bogactwa. Takie struktury społeczne zmieniają się w czasie, a pieniądź powoduje powstawanie nowych. Pieniądz jest więc motorem napędzającym zmiany w sferze społecznej. Dezintegracyjna funkcja pieniądza ma swój negatywny wymiar, co uwidacznia się w polaryzacji ekonomicznej społeczeństwa. Powstawanie skrajnych nierówności społecznych opartych na kwestiach ekonomicznych przekłada się też na inne obszary funkcjonowania człowieka w społeczeństwie, przykładowo na dostęp do edukacji czy opieki zdrowotnej. Negatywnym przejawem może być funkcjonowanie zorganizowanych grup przestępczych, które w pewnych obszarach wymuszają posłuszeństwo wobec siebie i – motywowane chęcią wysokiego zysku – w sposób zabroniony prawem ingerują w wiele obszarów życia społeczno-ekonomicznego. Innym przykładem może być funkcjonowanie szarej strefy, czyli prowadzenie nielegalnego obrotu legalnymi towarami (w szerszym ujęciu to prowadzenie niezgłaszanych działań gospodarczych). W konsekwencji władza publiczna nie otrzymuje wpływów podatkowych z takiej działalności do budżetu państwa (co przełoży się na przykład na mniejsze inwestycje drogowe lub wyższe obciążenia dla pozostałych obywateli). Szara strefa jest zjawiskiem wielowymiarowym i ma wpływ na wiele aspektów życia społecznego i działalności gospodarczej, odbijając się na przykład na konkurencyjności podmiotów gospodarczych funkcjonujących w legalny sposób.

Funkcja integrująco-instytucjonalna pieniądza wyraża się w tym, że kształtuje on stosunki między ludźmi. Wiele więzi społecznych jest skoncentrowanych na pieniądzu, ale podstawą ich działania jest zasada społecznego zaufania. W konsekwencji powstają takie instytucje, jak banki, zakłady ubezpieczeniowe, fundacje, giełdy papierów wartościowych. Powstające w ten sposób struktury działające w obszarze społeczno-ekonomicznym ewoluują, co widać doskonale na przykładzie postępującej globalizacji czy rosnącego znaczenia bankowości mobilnej.

1.2.4. Wartość pieniądza w czasie

Zjawiska gospodarcze cechuje zróżnicowanie w przestrzeni – na przykład różne ceny domów czy usług fryzjerskich w Polsce i w Wielkiej Brytanii. Zjawiska finansowe zmieniają się także w czasie. Nie tylko forma i cechy pieniądza ewolu-

owały na przestrzeni dziejów. Uogólniając, można powiedzieć, że w działalności gospodarczej czynnik czasu odgrywa bardzo istotną rolę. Wraz z upływem czasu, na skutek różnych wydarzeń, ale i działania różnych praw ekonomii, może się zmieniać wartość pieniędzy, którymi dysponuje dany człowiek czy przedsiębiorstwo. Pieniądz, który pozostaje dzisiaj realnie w posiadaniu, nie jest wart tyle samo, ile oczekiwana wartość tej samej kwoty w przyszłości. Nie jest więc obojętny moment otrzymania pieniędzy: im wcześniej są one otrzymywane, tym szybciej można dokonać zakupu określonego towaru czy usługi. **Wartość pieniądza w czasie** może być wynikiem kilku czynników, takich jak: procesy inflacyjne, ryzyko, preferencja bieżącej konsumpcji czy koszt utraconych korzyści.

Działanie mechanizmów rynkowych może prowadzić do zmiany cen. Dzieje się tak na przykład na skutek zmiany cen jednych towarów względem innych. Zatem nie każdy wzrost ceny towaru musi mieć związek z procesami inflacji.

Inflacja to proces wzrostu przeciętnego poziomu cen. Taki wzrost cen jest względnie trwały, czyli utrzymuje się w dłuższym okresie. Na skutek inflacji siła nabywcza pieniędzy posiadanych w przyszłości jest mniejsza niż ta, którą dysponuje się obecnie.

Oczekiwane w przyszłości wpływy pieniężne wiążą się z **ryzykiem**. Szacowanie przyszłych wpływów jest związane z niepewnością, jaka będzie ich wartość oraz czy faktycznie będą wypłacone. Niepewność ta jest tym większa, im bardziej odległy w czasie jest oczekiwany wpływ, co zwiększa ryzyko.

Osoby lokujące pieniądze na przykład w banku w formie lokaty albo kupujące obligacje oczekują zarobku. Innymi słowy, pieniądz – na przykład powierzony bankom czy zainwestowany w papiery wartościowe – ma swoją cenę wynikającą w fakcie odłożenia konsumpcji w czasie. Ceną pieniądza jest **stopa procentowa**, wyrażona jako procent ulokowanej (zainwestowanej) kwoty.

W procesie dysponowania pieniędzmi dokonuje się wyboru pomiędzy przeznaczeniem ich na bieżącą konsumpcję i dokonaniem inwestycji, takich jak zakup udziałów w funduszu inwestycyjnym czy zdeponowanie ich na lokacie bankowej. Wybór jednego z kierunków konsumpcji czy oszczędzania oznacza jednocześnie rezygnację z innych możliwości, stąd w decyzjach związanych z wartością pieniądza w czasie ważny jest również **koszt utraconych korzyści**. Odzwierciedla on utraconą możliwość wcześniejszej konsumpcji lub nieuzyskanie dochodu z alternatywnych oszczędności.

Ważną rolę w podejmowaniu decyzji finansowych odgrywa pomiar wartości pieniądza w czasie. W tym celu należy uwzględnić w obliczeniach stopę procentową, która różnicuje wartość pieniądza w czasie. Stopa procentowa to procent, o jaki po upływie określonego czasu powiększa się ulokowana kwota. Występuje tutaj zjawisko **kapitalizacji**, czyli naliczanie odsetek do danej kwoty (przykładowo tej, którą lokuje się w banku na lokacie albo otrzymuje z banku w formie kredytu). Odsetki mogą być w danym horyzoncie czasu obliczane od kwoty pierwotnej (**odsetki proste**). Przyrosty kapitału są wówczas równe przez cały czas. Odsetki mogą być również obliczane od kwoty powiększonej o reinwestowane odsetki z okresów poprzedzających (**odsetki składane**). W takim wypadku kwota odsetek w danym okresie jest większa od kwoty odsetek uzyskanej w poprzednim okresie.

Stopy oprocentowania kredytów czy lokat są zwykle wyrażane w postaci rocznej (nominalnej) stopy procentowej. Jednak naliczanie odsetek może występować kilkakrotnie w roku (co kwartał, co miesiąc itd.), stąd porównanie ofert lokat czy kredytów ułatwia obliczenie **efektywnej rocznej stopy procentowej**, która uwzględni częstotliwość kapitalizacji.

Warto nadmienić, że jako kategoria finansowa odsetki mogą być zarówno przychodem, jak i kosztem. Przykładowo, po zdeponowaniu środków w banku na lokacie odsetki będą dla nas przychodem, a dla banku kosztem. Z drugiej strony, jeżeli zaciągnie się w banku kredyt, to odsetki staną się dla kredytobiorcy kosztem, a dla banku będą przychodem. Wartość odsetek jest tym wyższa, im wyższa jest stopa procentowa, im wyższa jest kwota (lokowana w banku czy zaciągnięta w formie pożyczki), im dłuższy jest okres kapitalizacji.

Wartość danej kwoty na dzisiaj to **wartość bieżąca** (obecna). Wartość danej kwoty po upływie okresu kapitalizacji to **wartość przyszła**. Do podejmowania decyzji finansowych często przydatne jest działanie odwrotne do kapitalizacji, tj. **dyskontowanie**. Jest to proces obliczania wartości bieżącej danej kwoty, w którym za punkt wyjścia przyjmuje się wartość przyszłą tejże kwoty. W obliczeniach wykorzystujących proces dyskontowania stopę procentową nazywa się często **stopą dyskontową**.

Podsumowując, jeżeli chce się obliczyć wartość przyszłą kwoty ulokowanej przez nas dzisiaj przykładowo na pięć lat, to wykorzystujemy formułę kapitalizacji. Wartość przyszła takiej kwoty będzie większa od jej wartości bieżącej dzięki odsetkom. Jeżeli natomiast chcemy obliczyć wartość bieżącą kwoty, której oczekujemy za pięć lat, wówczas powinniśmy wykorzystać dyskontowanie. Wartość bieżąca takiej kwoty jest wartością na początku horyzontu inwestycji, stąd też będzie mniejsza od jej wartości przyszłej, ponieważ odsetki pojawiają się dopiero w przeszłości.

Przykład 1.1. Wartość lokat

Klient banku chce zdeponować kwotę 1000 zł na rok. Banki oferują różne warunki oprocentowania lokat.

Bank A oferuje oprocentowanie nominalne 5% w skali roku, naliczając odsetki proste co kwartał. Bank B proponuje 5% nominalnie w skali roku, oferując kwartalną kapitalizację odsetek. Bank C z kolei oferuje nominalnie 4,9% rocznie, ale proponuje miesięczną kapitalizację odsetek. Jaka będzie wartość przyszła lokaty ulokowanej w każdym z banków? Która oferta banku jest najkorzystniejsza?

Rozwiązanie

Należy wyliczyć wartość przyszłą lokat, za każdym razem dostosowując stopę oprocentowania do długości okresu kapitalizacji (okresu odsetkowego).

Bank A oferuje odsetki proste w skali kwartalnej. Najpierw dostosowujemy oprocentowanie do częstotliwości kapitalizacji, czyli $5\%:4 = 1,25\%$:

$$\text{wartość przyszła A} = 1000 \cdot \left(1 + \frac{0,05}{4} \cdot 4 \right) = 1050 \text{ [zł]}.$$

Bank B również oferuje odsetki w skali kwartalnej, ale są to odsetki składane, czyli na początku odsetki zostaną naliczone od kwoty 1000, ale w kolejnym kwartale już od kwoty $1000 \cdot \left(1 + \frac{0,05}{4} \right)$ i tak dalej, a zatem:

$$\text{wartość przyszła B} = 1000 \cdot \left(1 + \frac{0,05}{4} \right)^4 = 1050,95 \text{ [zł]}.$$

Oprocentowanie nominalne oferowane przez bank B jest takie samo jak banku A, ale inny sposób kapitalizacji odsetek spowoduje, że wartość przyszła lokaty w banku B będzie większa. Bank C oferuje odsetki składane i miesięczną kapitalizację odsetek:

$$\text{wartość przyszła C} = 1000 \cdot \left(1 + \frac{0,049}{12} \right)^{12} = 1050,12 \text{ [zł]}.$$

Bank C oferuje niższe oprocentowanie nominalne niż bank A, niemniej inny sposób naliczania odsetek i częstsza kapitalizacja powodują, że wartość przyszła lokaty w banku C jest korzystniejsza niż w banku A. Biorąc pod uwagę spodziewaną wartość przyszłą lokat, najkorzystniejsza jest oferta banku B.

Porównania opłacalności lokat w bankach można również dokonać, wyliczając roczną stopę efektywną w każdym z banków. Dla banku A, który nalicza odsetki proste, roczna efektywna stopa procentowa będzie równa stopie nominalnej:

$$\text{Ref A} = 5\%,$$

dla banku B będzie to:

$$\text{Ref B} = \left(1 + \frac{0,05}{4} \right)^4 - 1 = 5,095\%,$$

a dla banku C:

$$\text{Ref C} = \left(1 + \frac{0,049}{12} \right)^{12} - 1 = 5,012\%.$$

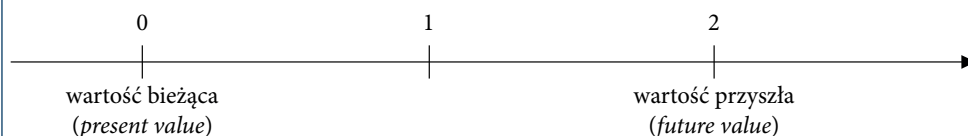
Wykorzystując porównanie stóp efektywnych, dochodzimy do takiego samego wniosku jak w przypadku porównania wartości przyszłej lokat – najkorzystniejsza jest oferta banku B.

Przykład 1.2 Wartość bieżąca i wartość przyszła

Pod koniec drugiego roku oczekujemy, że z pewnej lokaty otrzymamy kwotę 1500 zł. Oprocentowanie nominalne wynosi 10%, a odsetki składane są naliczane corocznie. Jaka jest wartość bieżąca tej lokaty?

Rozwiązanie

Wartość pieniądza w czasie może zostać zobrazowana na osi czasu:



Należy wyliczyć wartość bieżącą lokaty, stosując wzór:

$$\text{wartość bieżąca} = \frac{\text{wartość przyszła}}{(1 + \text{stopa procentowa za okres})^{\text{liczba okresów}}},$$

co jest zapisywane za pomocą symboli jako:

$$PV = \frac{FV}{(1 + k)^n}.$$

Stopa procentowa używana w procesie dyskontowania jest również nazywana stopą dyskontową.

W podanym przykładzie nominalna (czyli roczna) stopa jest jednocześnie stopą za okres odsetkowy. Wartość bieżąca lokaty, czyli kwota, jaką należałoby wpłacić do banku, będzie równa:

$$PV = \frac{1500}{(1 + 0,1)^2} = 1239,67 \text{ [zł]}.$$

1.3. Decyzje finansowe w ujęciu podmiotowym

Gospodarstwo domowe to grupa osób (rodzina), która wspólnie wykorzystuje dostępne zasoby ekonomiczne. Forma i wielkość takiej rodziny mogą być różne, co szerzej zostanie zaprezentowane w rozdziale 7. Wszystkie zasoby społeczeństwa należą w ostateczności do gospodarstw domowych, ponieważ to ludzie zakładają przedsiębiorstwa, czerpiąc z nich określone korzyści oraz płacąc podatki na rzecz władzy publicznej.

Każde gospodarstwo domowe ma swoje potrzeby oraz kolejność ich zaspokajania. Takie preferencje konsumpcyjne mogą ulegać zmianie w czasie. Gospodarstwo domowe uzyskuje bieżące wpływy pieniężne pochodzące bądź

z wynagrodzenia za pracę, z posiadanego majątku (na przykład lokaty bankowe), bądź z transferów dokonywanych przez państwo (na przykład zasiłki). Pierwszym rodzajem decyzji finansowej podejmowanym w gospodarstwie domowym jest **podział** tych **dochodów** na część przeznaczoną **na konsumpcję oraz oszczędności**. Kolejny rodzaj decyzji dotyczy ulokowania oszczędności – czyli jak należy zainwestować zaoszczędzone pieniądze. Jest to **decyzja inwestycyjna**. Inwestycja polega na rezygnacji z konsumpcji w chwili obecnej na rzecz przyszłych korzyści. Gospodarstwo domowe może inwestować zarówno w majątek (na przykład mieszkanie, samochód), jak i w aktywa finansowe (na przykład akcje czy lokaty bankowe – udostępniając tym samym pieniądze na rynku finansowym).

Zarówno z bieżącymi wpływami, jak i wpływami oczekiwanymi w przyszłości jako korzyścią z inwestycji związana jest niepewność finansowa (ryzyko). Zarządzanie ryzykiem jest kolejnym rodzajem decyzji finansowej podejmowanej przez gospodarstwo domowe. Przeznaczając część posiadanych pieniędzy na inwestycje, można się zdecydować na inwestycje mniej ryzykowne, na przykład na lokatę bankową, która cechuje się większym prawdopodobieństwem otrzymania w przyszłości zwrotu kapitału wraz ze spodziewanymi korzyściami, lub zdecydować się na inwestycję bardziej ryzykowną (na przykład w akcje przedsiębiorstwa), co wiąże się z możliwością utraty zainwestowanych środków oraz większą niepewnością odnośnie do wystąpienia przyszłych korzyści oraz ich ostatecznej wysokości. Im wyższe ryzyko, tym wyższych korzyści można się spodziewać w relacji do zaangażowanego kapitału (wyższej stopy zwrotu z inwestycji). Ryzyko jest także związane z możliwością utraty posiadanych aktywów (pożar, powódź, kradzież) lub zdolności do uzyskiwania wpływów (choroba, utrata pracy). Gospodarstwa domowe podejmują decyzje inwestycyjne, uwzględniając ryzyko stosownie do swojej skłonności lub awersji do ryzyka.

Ważnym kryterium wyboru – obok korzyści ekonomicznych i ryzyka – są również osobiste przekonania. Mogą one dotyczyć aspektów etycznych, moralnych lub społecznych. W konsekwencji, dokonując wyboru inwestycji, członkowie gospodarstw domowych mogą świadomie odrzucać branże budzące wątpliwości etyczne inwestora (na przykład hazard, produkcja tytoniu, przemysł zbrojeniowy) lub wybierać podmioty, których działalność inwestor ocenia pozytywnie (na przykład ze względu na ochronę środowiska, poszanowanie praw pracowników czy społeczną odpowiedzialność).

Gospodarstwa domowe podejmują także decyzje o zaciągnięciu zobowiązań (**decyzje o sposobie finansowania**), czyli pozyskaniu kapitału od innych podmiotów na określonych warunkach (na przykład zaciągnięcie pożyczki,

kredytu). Pozyskiwane w ten sposób środki pozwalają szybciej zaspokoić potrzeby konsumpcyjne lub zrealizować zamierzenia inwestycyjne.

Kolejnym podmiotem podejmującym decyzje finansowe jest **przedsiębiorstwo**. Podstawową jego funkcją jest wytwarzanie dóbr i usług. Przedsiębiorstwa mogą mieć różną wielkość oraz formy prawne. Mogą mieć także różne cele. Ustalenie celów jest uzależnione od założyciela (właściciela) przedsiębiorstwa. Najczęściej celem jest uzyskanie odpowiedniej korzyści ekonomicznej dla właściciela. Można jednak wskazać w gospodarce podmioty, których celem jest zapewnienie dóbr i usług społecznie potrzebnych (na przykład wodociągi, komunikacja miejska), oraz organizacje, które nie są nastawione na zysk (*non for profit*).

Przedsiębiorstwo potrzebuje do funkcjonowania określonego majątku (aktywów). Podobnie do gospodarstw domowych podmioty gospodarcze podejmują decyzje inwestycyjne dotyczące tego, w jaki majątek inwestować oraz jaka wartość kapitału będzie potrzebna. Majątek jest zorganizowany według planu wynikającego z pomysłu na działalność gospodarczą. Zakładając przedsiębiorstwo, jego właściciel określa, jakie dobra lub usługi ma ono dostarczać grupie potencjalnych nabywców, określa jego cele długofalowe (strategiczne) oraz krótkoterminowe. Do ich realizacji konieczny jest zarówno majątek trwały (nieruchomości, maszyny, urządzenia, środki transportu), jak i majątek obrotowy (zapasy, należności i środki pieniężne). Wraz z upływem czasu większość przedsiębiorstw rozszerza swoją działalność, analizując kolejne możliwości rozwoju oraz podejmując **decyzje inwestycyjne** w ramach nowych projektów inwestycyjnych. Obok inwestycji rzeczowych (na przykład zakupu nowej maszyny) przedsiębiorstwa podejmują również decyzje inwestycyjne o charakterze lokacyjnym, tj. dotyczące lokowania uzyskanych nadwyżek finansowych (na przykład kupując instrumenty finansowe).

Wydatki na nabycie majątku wymagają podjęcia **decyzji o sposobie finansowania**. Podejmując decyzje o sposobie finansowania, przedsiębiorstwa kształtują swoją strukturę kapitału: pozyskują kapitał na rynku finansowym, emitując instrumenty finansowe o charakterze właścicielskim (akcje) oraz dłużnym (obligacje) bądź korzystając z pożyczek, kredytów i usług leasingowych.

Ważnym dla funkcjonowania sfery finansowej podmiotem jest **władza publiczna**, czyli państwo. Odgrywa ono podwójną rolę: uczestnika relacji gospodarczych oraz ich regulatora. Obok potrzeb indywidualnych ludzi, które są zwykle zaspokajane w ramach decyzji gospodarstwa domowego, istnieją także potrzeby o charakterze zbiorowym (publicznym). Potrzeby te dotyczą kwestii zapewnienia bezpieczeństwa oraz odpowiedniego poziomu i jakości życia. Władza publiczna ustala znaczenie poszczególnych potrzeb zbiorowych oraz zakres ich zaspokojenia. Dotyczy to m.in. obrony narodowej, bezpieczeństwa

wewnętrznego, sądownictwa, ochrony zdrowia i życia, edukacji, administracji publicznej, ochrony środowiska itp. Wykonywanie tych zadań w ramach finansów publicznych wymaga zgromadzenia odpowiedniego kapitału, który jest pozyskiwany przez agendy władzy publicznej (instytucje rządowe i samorządowe) w postaci danin publicznych (głównie w postaci podatków, opłat, ceł), a także poprzez pozyskanie kapitału na rynku finansowym. Władza publiczna może pozyskiwać potrzebne środki poprzez emisję dłużnych papierów wartościowych – obligacji czy bonów skarbowych. W ramach działalności państwa wskazać można trzy funkcje finansów: **alokacyjną**, **redystrybucyjną** oraz **stabilizacyjną**, o czym szerzej będzie mowa w rozdziale 2.

Państwo realizuje swoje cele poprzez odpowiednią **politykę finansową**. Do celów makroekonomicznych zalicza się: wzrost gospodarczy, ograniczenie bezrobocia czy inflacji, stabilizację warunków ekonomicznych i bezpieczeństwa systemu finansowego. Polityka finansowa jest realizowana w dwóch obszarach różniących się zakresem celów oraz stosowanych instrumentów: obszarze monetarnym i fiskalnym. **Polityka monetarna** oddziałuje na popyt oraz podaż pieniądza w gospodarce i jest realizowana poprzez bank centralny. **Polityka fiskalna** wykorzystuje instrumenty fiskalne (głównie podatki), aby zapewnić władzy publicznej odpowiedni poziom dochodów, konieczny do realizacji jej funkcji. Władza publiczna poprzez politykę fiskalną oraz swoje wydatki wpływa na inne podmioty, zwiększając lub zmniejszając ich skłonność do oszczędzania lub inwestycji.

Państwo odgrywa także rolę podmiotu, który reguluje i kontroluje transakcje zachodzące na rynku finansowym oraz udziela zezwoleń na prowadzenie działalności w tym sektorze. Biorąc pod uwagę konieczność zapewnienia bezpieczeństwa i stabilizacji relacji finansowych, władza publiczna kształtuje nawiązywanie stosunków finansowych poprzez odpowiednie akty prawne. Najważniejsze segmenty rynku finansowego są objęte nadzorem wyspecjalizowanych instytucji nadzoru (na przykład Komisję Nadzoru Finansowego) zwiększających bezpieczeństwo i zaufanie pozostałych podmiotów do sfery finansowej.

Ważną funkcję w sferze finansowej pełnią również **pośrednicy finansowi**. Są to podmioty, których zadaniem jest zapewnienie klientom produktów i usług finansowych, których nie mogliby otrzymać, zawierając transakcje bezpośrednio na rynkach finansowych. Pośrednikami finansowymi są między innymi banki, fundusze inwestycyjne i emerytalne oraz firmy ubezpieczeniowe.

Znaczącym pośrednikiem finansowym jest bank centralny, który wpływa na parametry rynku finansowego, oddziałując na realizację polityki finansowej państwa. Bank centralny stanowi zwykle centrum systemu płatniczego kraju, zapewnia rezerwę waluty krajowej oraz kieruje systemem rozrachunkowym banków.

Najstarszymi pośrednikami finansowymi są banki komercyjne, których rola pierwotnie polegała na zapewnieniu mechanizmu rozliczania płatności pomiędzy dostawcami i odbiorcami. Podstawową rolą banków jest przyjmowanie depozytów (gospodarstw domowych, przedsiębiorstw) i udostępnianie kapitału w postaci kredytów. Warto zwrócić uwagę, że w niektórych krajach (na przykład w Polsce) banki mają charakter banków uniwersalnych, tj. oferują klientom szeroki zakres produktów i usług finansowych, nie ograniczając się tylko do transakcji depozytowych i kredytowych, ale uzupełniając ofertę o fundusze powiernicze, ubezpieczenia, leasing czy faktoring.

Firmy ubezpieczeniowe to pośrednicy, którzy oferują polisy ubezpieczeniowe. Są to kontrakty potrzebne gospodarstwom domowym oraz przedsiębiorstwom do zarządzania określonymi rodzajami ryzyka. Poprzez wykup polisy ubezpieczeniowej podmiot może się pozbyć określonego ryzyka lub ograniczyć jego negatywne następstwa. Wykupienie polisy jest związane z koniecznością zapłaty składki ubezpieczeniowej. W sytuacji zajścia zdarzenia objętego polisą firma ubezpieczeniowa wypłaca posiadaczowi polisy rekompensatę pieniężną.

Dużą grupą pośredników są przedsiębiorstwa inwestycyjne, które oferują poszczególnym podmiotom wsparcie w zakresie decyzji o lokowaniu nadwyżek środków pieniężnych. Do grupy firm inwestycyjnych można zaliczyć fundusze emerytalne i rentowe, fundusze powiernicze, firmy zarządzające aktywami, fundusze wysokiego ryzyka (*venture capital*).

W ślad za postępującą cyfryzacją życia, również w wymiarze gospodarczym, zmienia się sfera pieniężna. Jej funkcjonowanie w coraz szerszym zakresie wspierają technologie finansowe, czyli tzw. **fintech**. To różnego rodzaju innowacje finansowe oparte na wykorzystaniu zaawansowanych rozwiązań technologicznych do świadczenia usług finansowych. Spektakularny rozwój tego sektora nastąpił wraz z upowszechnieniem się smartfonów, ponieważ podmioty działające w tej branży świadczą usługi finansowe za pośrednictwem internetu. Zakres usług świadczonych przez fintech rozszerza się bardzo dynamicznie, co się wiąże z pojawieniem się wielu nowych zjawisk: chmur obliczeniowych, usług w ramach otwartej bankowości (*open banking*), platform crowdfundingowych, zautomatyzowanego doradztwa inwestycyjnego (*robo-advisory*). Masowe wykorzystanie fintech – oprócz oferowania nowej jakości funkcjonowania sfery finansowej – wiąże się z wieloma wyzwaniem. Wynikają one głównie z faktu, że sfera finansowa powinna być objęta podwyższoną należytą starannością w obszarze etyki biznesowej, co wymaga odpowiedniego zarządzania ryzykiem IT czy zapewnienia cyberbezpieczeństwa.

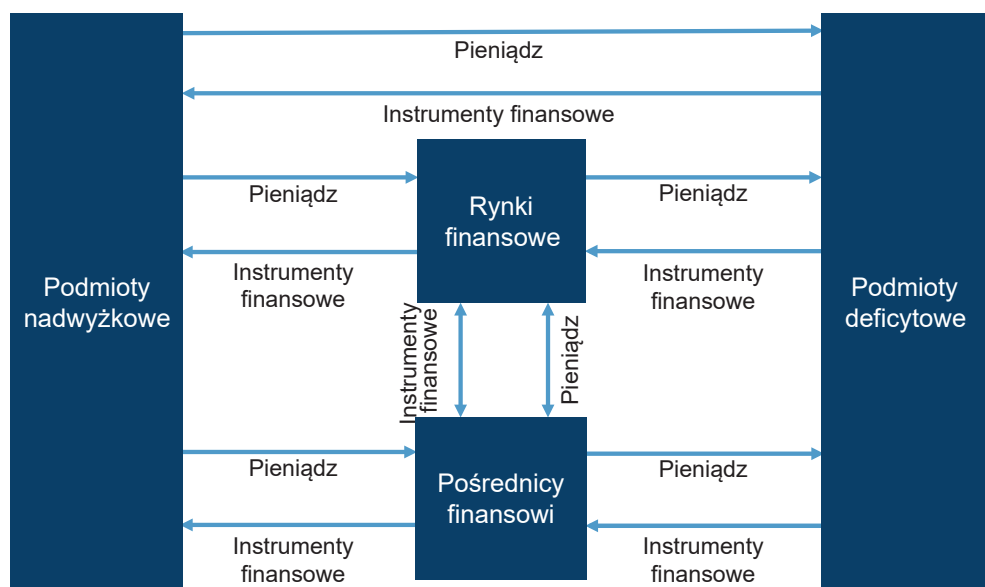
Współcześnie sfera gospodarki realnej oraz sfera finansowa przenikają się i są ze sobą nierozzerwalnie związane. Gospodarstwa domowe i przedsiębior-

stwa funkcjonują w sferze realnej, zaś pośrednicy finansowi to podmioty, które funkcjonują wyłącznie w sferze finansowej, bowiem nie oferują żadnych namacalnych dóbr lub usług, lecz proponują jedynie produkty i usługi związane z pieniądzem, usprawniając wymianę prowadzoną w sferze realnej.

1.4. System finansowy

Analizując decyzje finansowe gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, można zauważyć, że w gospodarowaniu środkami pieniężnymi uczestniczą podmioty dysponujące wolnymi środkami pieniężnymi, które chcą je zainwestować (podmioty nadwyżkowe), oraz takie, które potrzebują środków (podmioty deficytowe) i chcą je pozyskać, oferując instrumenty finansowe (na przykład depozyty bankowe, akcje, obligacje, jednostki uczestnictwa itp.). Udostępnienie środków pieniężnych odbywa się poprzez **rynki finansowe**. Przekazanie środków może się odbywać na trzy sposoby (przedstawione na rysunku 1.1).

Pierwszy sposób to bezpośredni kontakt między podmiotami nadwyżkowymi i deficytowymi (transakcja zawierana na rynku prywatnym). Drugi



Rysunek 1.1. Przepływy finansowe w gospodarce

Źródło: opracowanie własne na podstawie: (Czekaj, 2008, s. 5).

sposób odbywa się z wykorzystaniem zorganizowanych rynków finansowych (na przykład giełdy papierów wartościowych), zaś trzeci – poprzez rozdzielanie transakcji na dwa etapy: podmioty nadwyżkowe przekazują oszczędności pośrednikowi finansowemu (na przykład dokonując lokaty bankowej), a ten udostępnia środki podmiotom deficytowym.

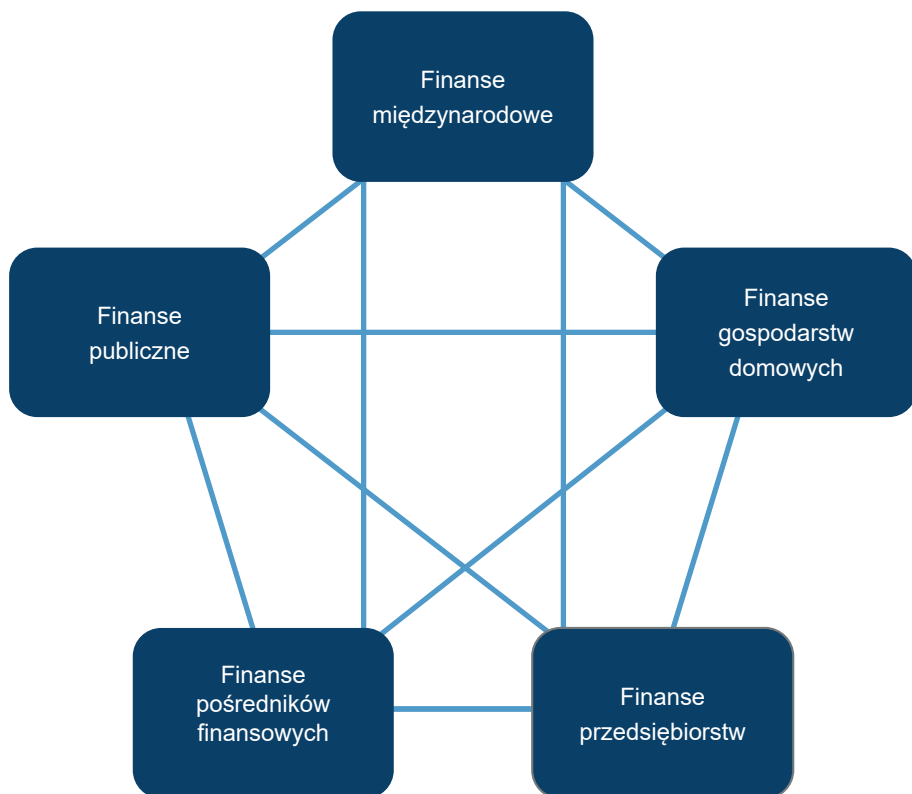
System finansowy to „zespół logicznie ze sobą powiązanych form organizacyjnych, aktów prawnych, instytucji finansowych i innych elementów umożliwiających podmiotom nawiązywanie stosunków finansowych zarówno w sektorze realnym, jak i w sektorze finansowym” (Owsiak, 2015, s. 246).

Postępująca globalizacja powoduje, że finanse nabierają coraz bardziej międzynarodowego charakteru. Systemy finansowe poszczególnych państw są powiązane ze sobą. System finansowy można odnieść do grupy państw (na przykład Unii Europejskiej), które przyjmują wspólne regulacje umożliwiające łatwiejszy przepływ kapitału między członkami organizacji. Transfery pieniężne są dokonywane pomiędzy granicami (transgranicznie), co sprawia, że można mówić o międzynarodowym systemie finansowym, tworzonym między innymi przez międzynarodowe i międzypaństwowe instytucje finansowe, międzynarodowe systemy płatnicze.

Przepływ środków pieniężnych w jednym podmiocie lub pomiędzy podmiotami gospodarującymi to inaczej zjawisko finansowe. Użytecznym sposobem ich podziału jest kryterium podmiotowe. Stosując taką klasyfikację, wyróżnia się: finanse gospodarstw domowych, finanse przedsiębiorstw, finanse publiczne, finanse banków, finanse ubezpieczeń.

Zjawiska finansowe mogą być również klasyfikowane w **ujęciu przedmiotowym**, tj. według rodzaju operacji pieniężnej. W ujęciu przedmiotowym można wskazać na: **strumienie pieniężne ekwiwalentne** (rynkowe), strumienie pieniężne **redystrybucyjne** (transfery), **pożyczki** oraz **oszczędności**. Strumienie pieniężne ekwiwalentne występują w transakcjach dokonywanych na warunkach rynkowych, gdzie strumień pieniężny stanowi ekwiwalent otrzymanego dobra materialnego lub usług (na przykład zapłata za zakupiony towar). Strumienie redystrybucyjne nie są regulowane przez mechanizm rynkowy i nie mają charakteru ekwiwalentnego (na przykład zapłata podatku, przekazanie darowizny, otrzymanie zasiłku). Pożyczka (w tym kredyt) to strumień pieniężny, który zwiększa zasoby finansowe pożyczkobiorcy (kredytobiorcy), zaś oszczędność to statyczny (zatrzymany) strumień pieniężny, związany z powstrzymaniem się od konsumpcji.

Przedmiotem finansów jest opis, analiza oraz ocena procesów globalizacyjnych, wyborów i decyzji finansowych podejmowanych w warunkach niepewności i ryzyka przez poszczególne grupy podmiotów: gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa, władzę publiczną, szeroko rozumiane instytucje finansowe, organizacje międzynarodowe. Pomiędzy tymi podmiotami zachodzą stosunki finansowe. W ten sposób powstaje sieć złożonych powiązań składających się na sferę finansową (rysunek 1.2).



Rysunek 1.2. Powiązania podmiotów sfery finansowej

Źródło: opracowanie własne.

Biorąc pod uwagę skalę analizowanych zjawisk i decyzji, powiązania w ramach stosunków finansowych mogą dotyczyć różnych poziomów gospodarki. Po pierwsze, o zjawiskach i procesach finansowych można mówić w wymiarze globalnym, międzypaństwowym i międzynarodowym (skala **mega**). Jednak finanse mogą uwzględniać wyłącznie skalę danego państwa (skala **makro**). Istotne jest również poruszanie zagadnień finansowych w wymiarze prze-

strzennym, co prowadzi do obserwacji zjawisk finansowych w ramach finansów publicznych i finansów samorządowych, lub sektorowo-branżowym – wówczas wyróżniamy finanse banków, funduszy powierniczych i innych instytucji finansowych (skala **mezzo**). Warto również wspomnieć o przepływach i decyzjach na poziomie poszczególnych podmiotów, przykładowo gospodarstw domowych lub przedsiębiorstw (skala **mikro**) (Flejterski, 2007, s. 72). Na wszystkich tych poziomach dochodzi do występowania powiązań sfery realnej i sfery finansowej. Z jednej strony stanowi to ogromne wyzwanie, gdyż wówczas badanie zjawisk finansowych i decyzji finansowych wymaga podejścia holistycznego (całościowego). Z drugiej jednak strony tak ogromne zróżnicowanie relacji zachodzących w świecie finansów stanowi ogromny potencjał tkwiący w obszarze podejmowania decyzji finansowych, a różnorodność powiązanych ze sobą zjawisk zachodzących na tak różną skalę jest źródłem ogromnych możliwości rozwiązywania problemów powstających w sferze finansowej.

Pytania i zadania otwarte

1. Wskaż różnice między sferą realną a sferą finansową.
2. Podaj definicję pieniądza. Jakie są jego formy?
3. Wymień cechy współczesnego pieniądza.
4. Co to jest stopa procentowa?
5. Jakie decyzje finansowe podejmuje gospodarstwo domowe?
6. Jakie decyzje finansowe podejmuje przedsiębiorstwo?
7. Jakie funkcje pełni władza publiczna?
8. Jaką rolę w sferze finansowej odgrywają również pośrednicy finansowi?
9. Wymień elementy systemu finansowego.
10. Omów przepływy finansowe w gospodarce.
11. Wymień zjawiska finansowe w ujęciu podmiotowym i przedmiotowym.
12. Jakie powiązania zachodzą pomiędzy poszczególnymi obszarami finansów?

Pytania zamknięte

- 1.1. Sfera finansowa gospodarki
 - a) umożliwia wymianę „twar za twar”,
 - b) obejmuje wytwarzanie dóbr,
 - c) uzupełnia strumień pieniężny o strumień dóbr i usług,
 - d) uzupełnia strumień dóbr i usług o strumień pieniężny.
- 1.2. Ceny i wartości różnych dóbr wyrażone są najczęściej
 - a) w pieniądzu (jednostkach pieniężnych),
 - b) w pracy (jednostkach czasu pracy),
 - c) w ekwiwalencie towarowym,
 - d) w sposób opisowy.
- 1.3. Wartość pieniądza kruszcowego w formie monet zależała od
 - a) wartości wskazanej na kwocie depozytowym,
 - b) wiarygodności wystawcy kwitu depozytowego,
 - c) wartości kruszcu zawartego w monecie,
 - d) certyfikatu autentyczności wystawionego przez złotnika.
- 1.4. Większość transakcji między przedsiębiorstwami dokonuje się jednocześnie
 - a) z wykorzystaniem pieniądza kruszcowego,
 - b) z wykorzystaniem pieniądza bezgotówkowego,
 - c) z wykorzystaniem pieniądza papierowego,
 - d) bez wykorzystania pieniądza.
- 1.5. Pieniądz jako środek tezauryzacji umożliwia
 - a) porównywanie cen dóbr i usług,
 - b) regulowanie zobowiązań,

- c) gromadzenie oszczędności,
 - d) ubezpieczenie odpowiedzialności cywilnej.
- 1.6. Motywacyjna funkcja pieniądza jest związana z
- a) niewrażliwością na potrzeby innych ludzi,
 - b) porównywaniem wartości dóbr i usług,
 - c) skłonnością ludzi do oszczędzania,
 - d) dążeniem ludzi do posiadania pieniędzy.
- 1.7. Niepewność co do otrzymania oczekiwanych w przyszłości płatności
- a) nie występuje we współczesnej gospodarce,
 - b) nie występuje w przypadku transakcji z bankami,
 - c) jest tym większa, im bardziej odległy w czasie jest oczekiwany wpływ,
 - d) jest tym mniejsza, im bardziej odległy w czasie jest oczekiwany wpływ.
- 1.8. W gospodarstwie domowym decyzja o przeznaczeniu pieniędzy na konsumpcję to decyzja
- a) o inwestycjach,
 - b) o podziale dochodów,
 - c) o transferze środków,
 - d) o zarządzaniu ryzykiem.
- 1.9. Działanie odwrotne do kapitalizacji to
- a) dekapitalizacja,
 - b) oprocentowanie,
 - c) dyskontowanie,
 - d) lokowanie.
- 1.10. Utraconą możliwość wcześniejszej konsumpcji lub nieuzyskanie dochodu z alternatywnych sposobów lokowania oszczędności nazywamy
- a) stopą procentową,
 - b) korzyścią utraconych kosztów,
 - c) kosztem utraconych korzyści,
 - d) inwestycją finansową.

Zadania rachunkowe

- 1.1. Oblicz, ile będzie mógł wypłacić po dwóch latach klient, który zdeponuje na lokacie kwotę 10 000 zł. Bank oferuje oprocentowanie nominalne w wysokości 4% rocznie, przy czym w roku pierwszym kapitalizacja odsetek będzie półroczna, zaś w roku drugim kwartalna.
- 1.2. Porównując efektywną stopę oprocentowania, wskaż ofertę najkorzystniejszą dla inwestora, który chce założyć lokatę w jednym z dwóch banków. Bank A oferuje kwartalną kapitalizację odsetek oraz oprocentowanie nominalne 4% w stosunku kwartalnym (16% nominalnie w stosunku rocznym), natomiast Bank B oferuje miesięczną kapitalizację odsetek i stopę nominalną 15,9% w stosunku rocznym.
- 1.3. Pod koniec trzeciego roku oczekujemy, że z pewnej lokaty otrzymamy kwotę 12 000 zł. Roczne oprocentowanie nominalne wynosi 8%, a odsetki składane są naliczane co pół roku. Jaka jest wartość bieżąca tej lokaty?

Zalecana literatura

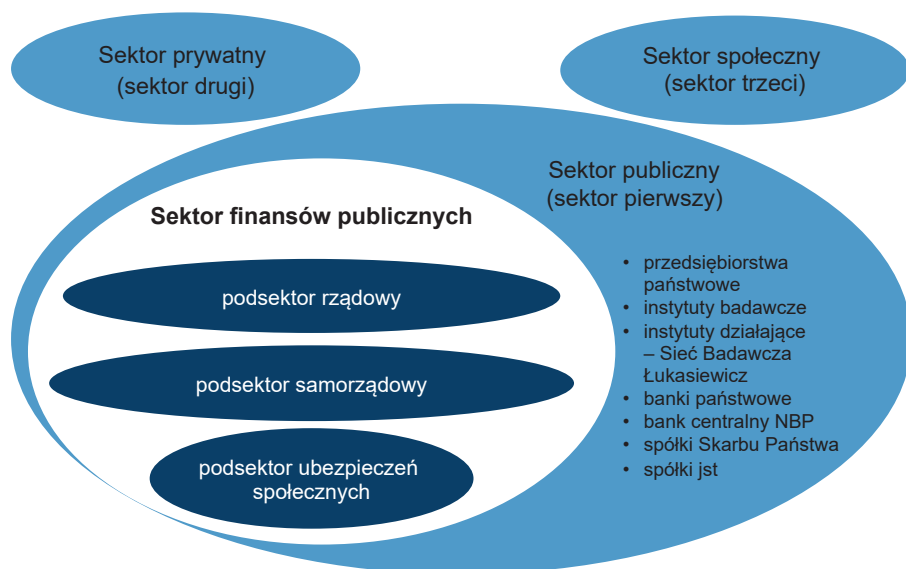
- Alińska, A. (2019). *Alternatywne finanse*. Warszawa: CeDeWu.
- Flejterski, S. (2007). *Metodologia finansów*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Korenik, D. i Korenik, S. (2021). *Podstawy finansów*. Warszawa: PWN.
- Ostaszewski, J. (red.). (2013). *Finanse*. Warszawa: Difin.
- Owsiak, S. (2015). *Finanse*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Zadora, H. (2015). *Finanse kategorie, zjawiska i procesy, podmioty*, Warszawa: Difin.
- Zioło, M. (2020). *Finanse zrównoważone. Rozwój. Ryzyko. Rynek*. Warszawa-Szczecin: PWE.

Rozdział 2

FINANSE PUBLICZNE

2.1. Sektor finansów publicznych

W warunkach systemu rynkowego gospodarki poszczególnych państw dzieli się na tzw. sektory instytucjonalne, w skład których (najogólniej) przyporządkowuje się podmioty i jednostki wytwarzające dobra o podobnym przeznaczeniu.



NBP – Narodowy Bank Polski,
jst – jednostki samorządu terytorialnego.

Rysunek 2.1. Sektor finansów publicznych na tle innych sektorów polskiej gospodarki

Źródło: opracowanie własne.

czeniu i wykorzystujące w tym celu podobne zasoby. W tym ujęciu mówi się o pierwszym sektorze (publicznym), drugim sektorze (komercyjnym) i trzecim sektorze (społecznym), co zobrazowano na rysunku 2.1.

Do sektora publicznego należą wszystkie podmioty gospodarki narodowej reprezentujące własność państwową (Skarbu Państwa i państwowych osób prawnych), własność jednostek samorządu terytorialnego lub samorządowych osób prawnych oraz „własność mieszaną” z przewagą kapitału (mienia) podmiotów sektora publicznego*. Suwerenne państwa same decydują o tym, jakie

Tabela 2.1. Budowa sektora finansów publicznych

Sektor finansów publicznych		
podsektor rządowy		podsektor ubezpieczeń społecznych
– organy władzy publicznej, w tym: • organy administracji rządowej • organy kontroli państwowej i ochrony prawa • sądy i trybunały – państwowe jednostki budżetowe – państwowe fundusze celowe – agencje wykonawcze – instytucje gospodarki budżetowej	– uczelnie publiczne – SP ZOZ nadzorowane przez ministrów, centralne organy administracji rządowej, wojewodów i uczelnie medyczne – PAN i tworzone przez nią jednostki organizacyjne – państwowe instytucje kultury – państwowe instytucje filmowe – inne państwowe osoby prawne z wyłączeniem:	– Zakład Ubezpieczeń Społecznych i zarządzane przez niego fundusze – Kasa Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego (KRUS) i fundusze zarządzane przez Prezesa KRUS – Narodowy Fundusz Zdrowia
	przedsiębiorstw, instytutów badawczych, instytutów działających w ramach Sieci Badawczej Łukasiewicza, banków oraz spółek prawa handlowego z udziałem Skarbu Państwa	podsektor samorządowy
		– jednostki samorządu terytorialnego (jst) oraz ich związki – związki metropolitalne – samorządowe jednostki budżetowe – samorządowe zakłady budżetowe – SP ZOZ nadzorowane przez jst – samorządowe instytucje kultury – inne samorządowe osoby prawne z wyłączeniem:

SP ZOZ – samodzielny publiczny zakład opieki zdrowotnej,

PAN – Polska Akademia Nauk.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: (Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r., art. 9).

* Pojęcia stosowane w statystyce publicznej, <https://stat.gov.pl/metainformacje/slownik-pojec/pojecia-stosowane-w-statystyce-publicznej/2961,pojecie.html?pdf=1>, dostęp: 30.12.2020 r.

jednostki zaliczają do sektora publicznego. W Polsce trzon tego sektora stanowi **sektor finansów publicznych** (sfp), który – umownie – dzieli się na trzy podsektory (tabela 2.1). Poza sfp znajdują się podmioty utworzone przez organy władzy i administracji publicznej, ale działające na zasadach komercyjnych*, oraz Narodowy Bank Polski, który jest centralnym bankiem państwa.

W państwach Unii Europejskiej w kontekście sektora publicznego używa się pojęcia **sektor instytucji rządowych i samorządowych** (ang. *general government*). W uproszczeniu w Polsce w skład tego sektora wchodzi jednostki sfp (poza państwową osobą prawną – Klubem Wścigów Konnych) oraz jednostki zaklasyfikowane do sektora instytucji rządowych i samorządowych zgodnie z wytycznymi Europejskiego Urzędu Statystycznego, na przykład PKP Polskie Linie Kolejowe S.A, szpitale publiczne w formie spółek. Statystyczne ujednolicenie zakresu sektora publicznego w państwach UE pozwala na ocenę sytuacji finansowej państw członkowskich, do tej kategorii odnoszą się bowiem unijne ograniczenia deficytu budżetowego (3% PKB) oraz długu publicznego (60% PKB).

Do drugiego sektora zalicza się prywatne podmioty gospodarcze nastawione na zysk (*for profit*): prywatnych przedsiębiorców, prywatne spółki. Trzeci sektor (tzw. społeczny, obywatelski) tworzą organizacje, których celem nie jest osiąganie zysku (*non profit*), ale które nie są powoływane przez organy władzy i administracji publicznej (więc nazywa się je organizacjami pozarządowymi); są to fundacje i stowarzyszenia.

W skład sfp wchodzi dwa związki publicznoprawne: państwo i samorząd terytorialny. Samorząd terytorialny odznacza się pewnymi cechami (rysunek 2.2).

W Polsce występuje trójszczeblowy samorząd terytorialny, w którym wyróżniamy: samorząd gminny, samorząd powiatowy oraz samorząd województwa. Jednostkami samorządu terytorialnego (jst) są: gminy, powiaty i województwa. W szczególnych przypadkach gmina miejska (tzw. duże miasto) wykonuje zadania gminy oraz powiatu i nazywana jest miastem na prawach powiatu. Jednostki samorządu terytorialnego mogą tworzyć różne związki. Szczególnym związkiem jest związek metropolitalny będący obligatoryjnym zrzeszeniem gmin położonych w danym obszarze metropolitalnym**.

* Podlegają one regułom gry rynkowej, której istotą jest dostosowanie działalności w zakresie produkcji towarów lub świadczenia usług do prawa popytu i podaży, zatem same finansują swoją działalność.

** Według stanu na dzień 1.01.2021 r. w Polsce jest tylko jeden taki związek: Górnośląsko-Zagłębiowska Metropolia.



Rysunek 2.2. Cechy samorządu terytorialnego

Źródło: opracowanie własne na podstawie: (Banaszewska, Kańduła i Przybylska, 2020, s. 19–20).

Podmioty sfp prowadzą gospodarkę, której celem jest wykonywanie zadań publicznych. Są to zadania (sprawy), które na mocy przepisów prawnych wykonują organy władzy publicznej (rządowej i samorządowej). Mogą one wykonywać te zadania samodzielnie lub powierzyć je innym podmiotom (publicznym, prywatnym, społecznym). Na organach władzy publicznej ciąży obowiązek zapewnienia realizacji zadań publicznych.

Bezpośrednie wykonywanie zadań publicznych przez związki publiczno-prawne wymaga utworzenia określonej jednostki sfp. Jednostki te różnią się m.in: podstawą prawną i formą działania, zakresem zadań, sposobem prowadzenia gospodarki finansowej (tabela 2.2).

Wykonywanie zadań publicznych wiąże się z prowadzeniem gospodarki budżetowej lub pozabudżetowej. Gospodarka budżetowa (dziś częściej nazywana finansową) to wszystkie czynności związane z planowaniem budżetowym, gromadzeniem dochodów i przychodów publicznych, dokonywaniem wydat-

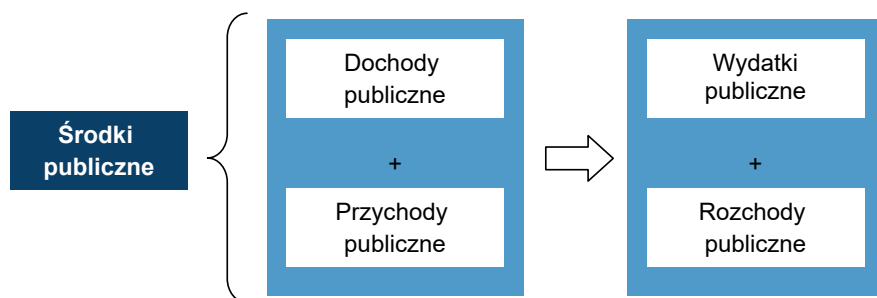
Tabela 2.2. Podstawowe formy organizacyjno-prawne wykonywania zadań publicznych

Nazwa formy	Ogólna charakterystyka	Przykłady
Jednostka budżetowa (państwowa lub samorządowa)	– świadczy usługi nieodpłatnie lub częściowo nieodpłatnie – zgromadzone dochody odprowadza do budżetu, a swoje wydatki finansuje z budżetu	– Kancelaria Sejmu – Urząd Gminy Rewal – szkoły podstawowe – urzędy wojewódzkie
Samorządowy zakład budżetowy	– odpłatnie wykonuje zadania, pokrywając koszty działalności z przychodów własnych – w tej formie można wykonywać tylko niektóre zadania publiczne, na przykład z zakresu wodociągów, kanalizacji, oczyszczania gminy, kultury fizycznej i sportu	– zarządy zieleni miejskiej – zarządy komunikacji miejskiej, – ośrodki sportu, – zakłady oczyszczania gminy
Agencja wykonawcza	– odpłatnie wykonuje zadania państwa, pokrywając koszty swojej działalności z przychodów	– Rządowa Agencja Rezerw Strategicznych – Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości
Instytucja gospodarki budżetowej	– odpłatnie wykonuje niektóre zadania państwa – koszty działalności oraz zobowiązania pokrywa z uzyskiwanych przychodów	– Centrum Obsługi Kancelarii Prezydenta RP – Centralny Ośrodek Sportu
Państwowy fundusz celowy	– jest rachunkiem bankowym, którym dysponuje wskazany minister – jego przychody pochodzą ze środków publicznych, a koszty ponosi na wykonywanie wyodrębnionych zadań państwowych	– Fundusz Zajęć Sportowych dla Uczniów – Fundusz Pracy – Fundusz Ubezpieczeń Społecznych – Fundusz Solidarnościowy
Państwowa osoba prawna (Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r., art. 9, pkt 14)	– odpłatnie wykonuje określone zadania państwa, pokrywając koszty swojej działalności z przychodów	– Urząd Komisji Nadzoru Finansowego – Polski Klub Wyścigów Konnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie: (art. 11–29 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r.).

ków i rozchodów publicznych, ewidencją i sprawozdawczością budżetową oraz kontrolą tych procesów (rysunek 2.3).

Warto zauważyć, że pojęcia dochodów, przychodów, wydatków i rozchodów publicznych są specyficznie rozumiane (inaczej niż dochody, przychody i wydatki w przedsiębiorstwach i gospodarstwach domowych). Pojęcia te będą dalej wyjaśnione szczegółowo. Najogólniej dochody publiczne różni od przychodów ich bezzwrotny charakter (przychodem publicznym, a nie dochodem będą zatem na przykład środki uzyskane w wyniku zaciągniętego kredytu). Z kolei wydatki publiczne są bezpośrednio związane z realizacją zadań publicznych,



Rysunek 2.3. Zależności pomiędzy podstawowymi kategoriami w gospodarce budżetowej

Źródło: (Wiśniewski, 2011, s. 25).

podczas gdy rozchody publiczne wiążą się raczej z zarządzaniem finansami w celu równoważenia przepływów (na przykład spłata kredytu).

Państwo i samorząd terytorialny prowadzą gospodarkę na podstawie budżetu, a powoływanie przez ich organy jednostki sfp – na podstawie planu finansowego.

Budżet państwa to plan finansowy państwa, w którym zapisuje się przede wszystkim dochody i wydatki oraz przychody i rozchody państwa. Jest on uchwalany przez parlament w formie ustawy budżetowej na okres jednego roku budżetowego (w Polsce roku kalendarzowego).

Ustawa budżetowa składa się z trzech części, co zaprezentowano na rysunku 2.4.



Rysunek 2.4. Budowa ustawy budżetowej

Źródło: opracowanie własne na podstawie: (Ustawa z 27 sierpnia 2009 r., art. 109).

W budżecie państwa* zapisuje się m.in. planowane dochody i przychody budżetu, limit wydatków i rozchodów budżetu, planowany wynik budżetu.

* Pojęcia budżetu państwa i Skarbu Państwa są często mylone, a nie są to przecież pojęcia tożsame. Budżet jest planem finansowym państwa, a **Skarb Państwa** jest osobą prawną reprezentującą państwo jako właściciela majątku.

Nawiązują do niego plany finansowe wszystkich jednostek sfp. W załącznikach ujmuję się na przykład prognozowane dochody i wydatki budżetu środków europejskich, wykaz jednostek, które otrzymają dotacje z budżetu, plany finansowe agencji wykonawczych. Do postanowień, których obowiązek zamieszczenia w ustawie budżetowej wynika z obowiązujących przepisów prawa, należy m.in. informacja o prognozowanym średniorocznym wskaźniku cen towarów i usług konsumpcyjnych, czyli informacja dotycząca prognozowanej inflacji.

Od 2010 r. w Polsce wyodrębnia się budżet środków europejskich (Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r., art. 117).

Budżet środków europejskich (bśe) jest rocznym planem dochodów i podlegających refundacji wydatków przeznaczonych na wykonanie programów finansowanych z udziałem środków europejskich (z wyłączeniem środków na Wspólną Politykę Rolną UE i na realizację projektów pomocy technicznej).

Finansowanie zadań publicznych jest domeną **finansów publicznych** rozumianych jako kompleks zjawisk występujących w życiu społeczno-gospodarczym, którego istotą jest gromadzenie środków publicznych i finansowanie z nich zadań publicznych. Przedmiotowy zakres i treść finansów publicznych pokazano w tabeli 2.3.

Finansom publicznym przypisuje się pełnienie trzech głównych funkcji, które należy rozumieć jako cele i zadania tych finansów w gospodarce rynkowej. Do najważniejszych zalicza się funkcje: alokacyjną, redystrybucyjną i stabilizacyjną. Państwo i samorząd terytorialny wykorzystują dochody i wydatki publiczne do alokowania (rozdziału, przesunięcia) czynników produkcji (ziemi, pracy, kapitału, informacji) w celu zakupu i tworzenia dóbr publicznych i społecznych. Ma to na celu zapewnienie dostępu do tych dóbr osobom, których dochody uniemożliwiłyby dostęp do nich w warunkach działania mechanizmu rynkowego. Do dóbr tych zalicza się m.in.: obronę narodową, bezpieczeństwo publiczne, usługi oświatowe, zdrowotne, kulturalne. Efektem działań alokacyjnych jest zmiana struktury wytworzonego produktu krajowego brutto (PKB); większą część PKB wytwarza wtedy pierwszy sektor gospodarki.

Funkcja redystrybucyjna wyraża się we wtórnym podziale dochodów z czynników produkcji ukształtowanych w efekcie działania mechanizmu rynkowego. Państwo dąży do zmniejszenia nadmiernych (w opinii władz publicznych) dochodów jednych podmiotów za pośrednictwem podatków i zwiększenia dochodów drugih podmiotów poprzez system transferów (dotacje, subwencje, zasiłki). Redystrybucja może też zachodzić pomiędzy jednostkami sfp, a nawet państwami (regionami Unii Europejskiej).

Tabela 2.3. Przedmiot finansów publicznych

Przedmiot finansów publicznych	Treść
Gromadzenie dochodów publicznych i przychodów publicznych	Dochody publiczne to bezzwrotne źródła finansowania działalności jednostek sfp. Przychody publiczne są uzyskiwane ze sprzedaży papierów wartościowych, zaciągniętych pożyczek i kredytów oraz z prywatyzacji majątku. Środki te przeznacza się na wydatki publiczne i rozchody publiczne
Wydatkowanie środków publicznych	Wydatki publiczne są ponoszone na finansowanie zadań publicznych. Rozchodami publicznymi są przede wszystkim zwroty pozyskanych wcześniej przychodów (na przykład wykup transz papierów wartościowych, spłata rat kredytów i pożyczek)
Finansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa i budżetów jst	Polega na pozyskiwaniu dodatkowych środków niezbędnych do pokrycia wydatków i rozchodów z tych budżetów, na przykład na zaciąganiu kredytu, aby spłacić wcześniej zaciągnięte zobowiązanie
Zaciąganie zobowiązań angażujących środki publiczne	Polega na zaciąganiu zobowiązań, które tworzą państwowy dług publiczny, oraz innych zobowiązań, które nie są do niego wliczane
Zarządzanie środkami publicznymi	Są to działania zmierzające do skutecznego (zgodnego z celami) publicznymi i efektywnego wykorzystania tych środków
Zarządzanie (państwowym) długiem publicznym	Polega na pozyskiwaniu zwrotnych źródeł finansowania zadań państwa i samorządu terytorialnego na rynku finansowym po jak najniższym koszcie (minimalizacji kosztów obsługi długu), ale z uwzględnieniem ryzyka (refinansowania, stopy procentowej i kursowego) oraz na lokowaniu wolnych środków na rynku finansowym
Rozliczenia z budżetem Unii Europejskiej	Składają się na nie wpłata składki członkowskiej na rzecz tego budżetu oraz otrzymywanie z budżetu UE przyznanych Polsce dochodów, które zazwyczaj są dochodami tzw. budżetu środków europejskich

Źródło: opracowanie własne na podstawie: (Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r., art. 3; Cieślukowski, 2011, s. 16).

Działanie finansów w funkcji stabilizacyjnej ma doprowadzić do zmniejszenia amplitudy cyklicznych wahań gospodarki poprzez kształtowanie łącznego popytu, poziomu zatrudnienia, stopy inflacji i stopy procentowej. Podstawowymi instrumentami służącymi osiągnięciu tego celu są: wielkość dochodów i wydatków budżetowych oraz saldo budżetu państwa (Owsiak, 2017). Wyróżnia się aktywną i pasywną metodę realizacji tej funkcji. Pierwsza polega na przeciwdziałaniu wahaniom koniunktury poprzez bieżące (uznaniowe) dostosowywanie dochodów i wydatków budżetowych do sytuacji gospodarczej. W drugiej metodzie wykorzystuje się automatyczne stabilizatory koniunktury, którymi są dochody i wydatki budżetowe samoczynnie reagujące na zmiany tej sytuacji, na przykład progresywny podatek dochodowy i zasiłki dla bezrobotnych (Cieślukowski, 2011, s. 24). Państwo może prowadzić politykę ekspansywną (pobudzającą rozwój) i restrykcyjną (hamującą rozwój).

Znaczenie sfp (lub sektora instytucji rządowych i samorządowych) w gospodarce ocenia się m.in. na podstawie wysokości gromadzonych dochodów i wydatkowanych środków. W 2019 r. dochody sfp wyniosły 925 mld zł, a w relacji do PKB* – 40,7%. Natomiast wydatki tego sektora wyniosły 923,7 mld zł, co odpowiadało wartości 40,6% PKB. W ostatnich latach dochody w relacji do PKB zwiększały się, a wydatki w relacji do PKB były w zasadzie coraz mniejsze (NIK 2020, s. 322–333).

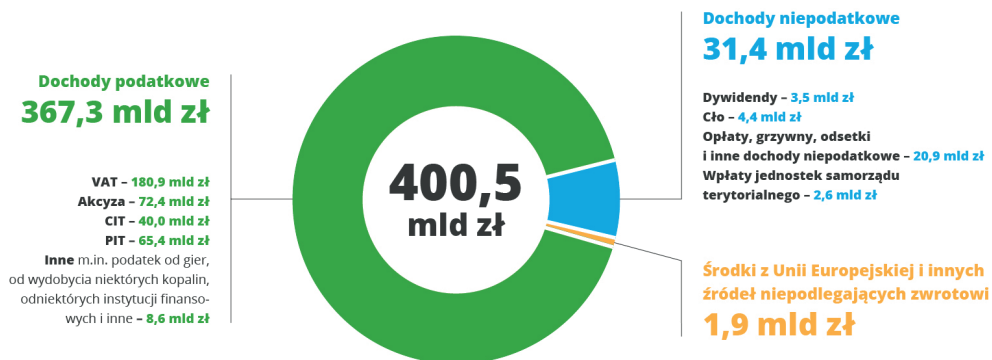
2.2. Dochody budżetu państwa

Centralne miejsce w systemie finansów publicznych zajmuje budżet państwa, w którym gromadzi się, a następnie dzieli największą część środków publicznych. W celu wypełniania przez państwo społecznych obowiązków, co przejawia się w realizacji konkretnych wydatków, konieczne jest zapewnienie stabilnych źródeł dochodów, które mają służyć finansowaniu wykonywania przyjętych zadań.

Dochodami budżetu państwa są: wszystkie dochody publiczne, których przeznaczenie nie zostało zastrzeżone na rzecz budżetów jednostek samorządu terytorialnego lub jednostek sfp, oraz dochody pochodzące od jednostek organizacyjnych powiązanych z budżetem państwa (Kosikowski, 2011, s. 320).

Dochody te w sposób definitywny i bezzwrotny zasilają budżet państwa. Katalog źródeł dochodów budżetu państwa jest określony w art. 111 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r., choć nie jest on wyczerpujący. Dochody budżetowe mogą być klasyfikowane według różnych kryteriów. Według jednego z najpopularniejszych dzieli się je na dochody podatkowe i niepodatkowe. Dochodami podatkowymi są daniny publiczne: podatki i opłaty oraz cła, które mają szereg cech wspólnych, ale różnią się wydajnością fiskalną (rysunek 2.5).

* PKB (produkt krajowy brutto) to zagregowana wartość dóbr i usług finalnych wytworzonych przez narodowe i zagraniczne czynniki produkcji na terenie danego kraju w określonej jednostce czasu (najczęściej w ciągu roku). PKB jest miarą wielkości gospodarki.



Rysunek 2.5. Dochody budżetu państwa w Polsce w 2019 roku

Źródło: (<https://www.podatki.gov.pl/z-twoich-podatkow/dochody-i-wydatki-z-twoich-podatkow/>).

Podatek to publicznoprawne świadczenie pieniężne na rzecz państwa lub jednostki samorządu terytorialnego charakteryzujące się czterema cechami: nieodpłatnością, przymusowością, powszechnością i bezzwrotnością.

Opłata publiczna – w przeciwieństwie do podatku, który jest nieodpłatny – stanowi należność za zindywidualizowane i bezpośrednie świadczenie lub konkretną usługę ze strony organów władz centralnych lub samorządowych.

Cło to danina nakładana przez państwo na towary w związku z ich wywozem i przywozem dokonywanym przez granice celne państwa, a także ich tranzytem przez jego obszar celny.

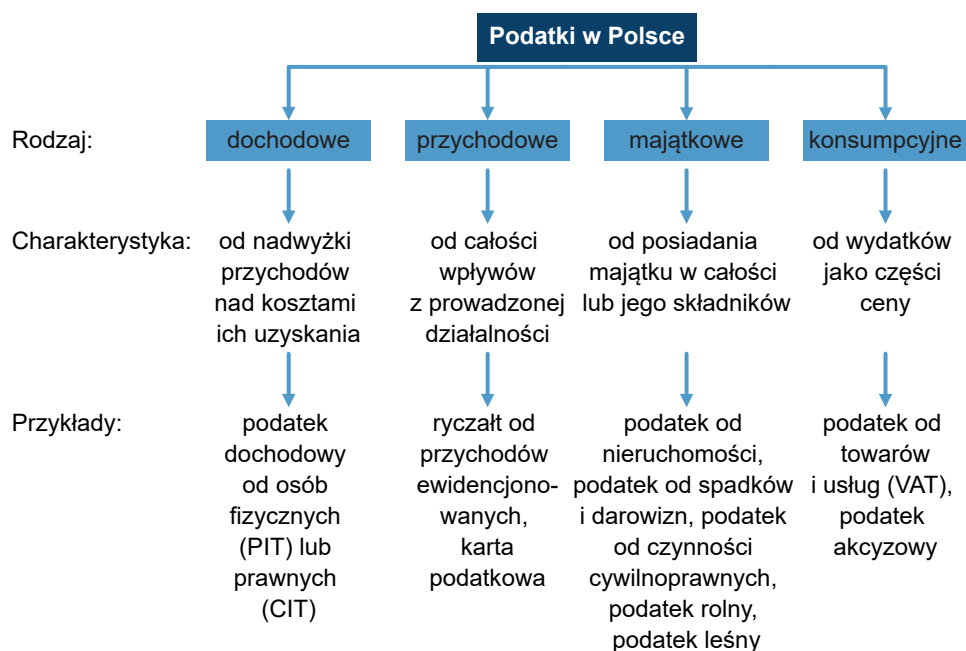
Do budżetu państwa i budżetów jst wpływają też przychody publiczne (w tym budżetowe). Przychody budżetowe są to wpływy o charakterze zwrotnym, które służą finansowaniu deficytu budżetowego. Zgodnie z ustawą o finansach publicznych są to środki publiczne pochodzące m.in. ze sprzedaży papierów wartościowych, z prywatyzacji majątku Skarbu Państwa oraz majątku jednostek samorządu terytorialnego, ze spłat pożyczek i kredytów udzielonych ze środków publicznych czy z otrzymanych pożyczek i kredytów. Do przychodów kwalifikuje się także przychody jednostek sfp pochodzące z prowadzonej przez nie działalności oraz z innych źródeł, ale nie nazywa się ich wtedy budżetowymi.

Podatki stanowią zasadniczą część dochodów budżetowych. Istniały one już 4000 lat przed naszą erą i wywodzą się ze świadczeń osobistych i darów na rzecz panującego. Początkowo miały charakter dobrowolny, potem zwyczajowy, aż wreszcie stały się prawem. Oprócz funkcji fiskalnej (dochodowej) pełnią również szereg innych, w tym m.in.: regulowania zasobów podatnika, stymulacyjną i informacyjną.

Każdy podatek jest zbudowany w podobny sposób (zawiera podobne elementy). **Elementami konstrukcji podatku są:** podmiot podatku, przedmiot podatku, podstawa opodatkowania, stawki podatkowe, a także ulgi i zwolnienia.

Podmiot podatku – dwie podstawowe kategorie podmiotów, są to: **organy podatkowe i podatnicy**. Stosunek prawny łączący organ podatkowy oraz podatnika ma charakter zobowiązaniowy. Treścią tego stosunku jest obowiązek zapłaty przez podatnika (dłużnika podatkowego) określonej kwoty podatku na rzecz podmiotu publicznoprawnego, reprezentowanego przez właściwy organ (wierzyciela podatkowego). Obok tych podmiotów w stosunkach podatkowo-prawnych uczestniczą jeszcze inne podmioty, tj. płatnik podatku i inkasent podatku. Ich rola sprowadza się do zapewnienia sprawnego pobierania należności podatkowych.

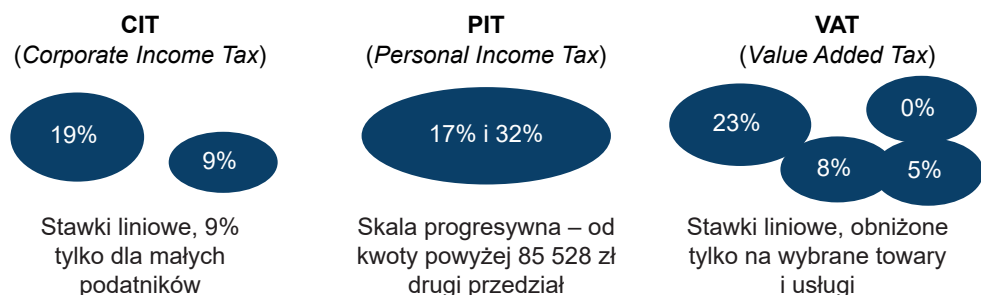
Przedmiot podatku to sytuacja faktyczna (posiadanie rzeczy, osiągnięcie przychodów) lub prawna (bycie właścicielem rzeczy, otrzymanie spadku), z której zaistnieniem przepisy prawa wiążą obowiązek zapłaty podatku, czyli prostymi słowy to to, od czego podatek jest płacony. Według przedmiotu opodatkowania w Polsce można wyróżnić cztery podstawowe rodzaje podatków zaprezentowane na rysunku 2.6.



Rysunek 2.6. System podatkowy w Polsce według kryterium przedmiotu opodatkowania

Źródło: opracowanie własne.

Podstawa opodatkowania to ilościowo bądź wartościowo ujęty przedmiot podatku. Aby ustalić kwotę podatku do zapłaty, podstawę opodatkowania należy przemnożyć przed odpowiednią stawkę. **Stawka kwotowa** to ilość jednostek pieniężnych, jaką należy zapłacić od jednostki podstawy obliczenia podatku (na przykład 1 zł od 1 m² gruntu czy 100 zł od każdego 1000 zł dochodu). W praktyce jednak stawki kwotowe stosuje się wtedy, gdy podstawa obliczenia podatku jest wyrażona w kategoriach ilościowych. **Stawka procentowa** określa, jaką część podstawy stanowi podatek (na przykład 5%). Stawki procentowe mogą mieć postać **stawki stałej** albo **skali podatkowej**. Przykłady stawek dla trzech głównych podatków w Polsce zostały zaprezentowane na rysunku 2.7.



Rysunek 2.7. Przykładowe stawki podatkowe obowiązujące w Polsce w 2021 roku

Źródło: opracowanie własne.

Skala podatkowa jest to zbiór uporządkowanych rosnąco lub malejąco stawek podatku znajdujących zastosowanie do różnej wielkości podstawy obliczenia podatku. Wyróżnia się kilka skal. W skali **proporcjonalnej** do każdej podstawy opodatkowania przypisana jest taka sama stawka. W skali **progresywnej** wraz ze wzrostem podstawy obliczenia podatku rośnie wysokość stawki podatkowej, a w **regresywnej** wraz ze wzrostem podstawy obliczenia podatku maleje stawka podatkowa. Dwie ostatnie skale przybierają postać tabeli, w której są pokazane graniczne wielkości przedziałów podstawy obliczenia podatku i odpowiadające tym przedziałom stawki podatkowe, co zobrazowano przykładem 2.2.

Ulgi podatkowe polegają na ograniczeniu wielkości obciążenia podatkowego w określonych przypadkach w stosunku do obciążenia przyjętego za przeciętne w danym podatku. Z punktu widzenia konstrukcji podatku ulgi mogą mieć formę obniżki podstawy obliczenia podatku, obniżki stawek podatkowych bądź też obniżki ustalonej kwoty podatku. W niektórych podatkach występują też zwolnienia.

Przykład 2.1. Zakup usługi udokumentowany paragonem fiskalnym

Tomek poszedł do fryzjera, aby wykonać profesjonalne mycie głowy. Tego typu usługa kosztuje 10 zł i jest opodatkowana podatkiem od towarów i usług według stawki 8%. Usługa taka musi zostać zaewidencjonowana w kasie fiskalnej, a Tomek otrzymał od fryzjera paragon, na którym znajdują się informacje o wykonanej usłudze, w tym cena za usługę, stawka podatku (8%) i wartość tego podatku zawarta w cenie. Podatek ten został ustalony w następujący sposób:

Wartość netto (bez podatku):

10,00 zł: 1,08 = 9,26 zł.

Wartość podatku (VAT):

9,26 zł · 8% = 0,74 zł.

Kwota zapłacona jest kwotą brutto.

Wartość brutto (cena): 9,26 zł + 0,74 zł = 10 zł

**Przykład 2.2. Obliczanie podatku dochodowego z zastosowaniem skali podatkowej**

W 2020 r. Tomek uzyskał dochód w kwocie 8000 zł. Ponieważ wartość jego dochodu mieści się w pierwszym przedziale podatkowym (tzw. zerowym, gdyż maksymalnie 10 000 zł jest kwotą wolną od podatku), jego podatek za 2020 r. według zaprezentowanej skali podatkowej wyniesie 0 zł.

Podstawa obliczenia podatku (w zł)		Stawka podatkowa obowiązująca dla danego przedziału (w %)
od	do	
0	10 000	0
10 001	50 000	10
50 001	100 000	15
100 001		20

W 2020 r. mama Tomka osiągnęła dochód w kwocie 130 000 zł, więc jej podatek będzie ustalony według schematu zaprezentowanego poniżej:

Kwota dochodu przypisana do przedziału podatkowego (w zł)	Stawka podatku (w %)	Kwota podatku (w zł)
10 000	0	0
40 000	10	4000
50 000	15	7500
30 000	20	6000
Razem dochód: 130 000	–	Razem podatek: 17 500

Natomiast wśród zwolnień z podatku dochodowego od osób fizycznych w Polsce warto zwrócić uwagę na zwolnienie dla osób do 26. roku życia wybranych źródeł przychodów, w tym m.in. z umowy o pracę czy umowy zlecenia. Oznacza to, że osoby młode nie zapłacą podatku dochodowego, jeżeli ich wynagrodzenie w skali roku nie przekroczy 85 528 zł.

Wraz z rozwojem funkcji państwa zwiększała się liczba podatków wprowadzanych przez poszczególne państwa, stąd należy także przybliżyć pojęcie systemu podatkowego.

System podatkowy państwa to ogół podatków obowiązujących w określonym państwie i tworzących całość zarówno w sensie prawnym, jak i ekonomicznym.

Dla porównania poziomu fiskalizmu w poszczególnych państwach można wykorzystać m.in. dzień wolności podatkowej. Jest to wskaźnik, który wyznacza dzień w ciągu roku, w którym łączny dochód obywateli od początku roku równa się ze zobowiązaniami podatkowymi przypadającymi na ten rok.

2.3. Państwowe fundusze celowe

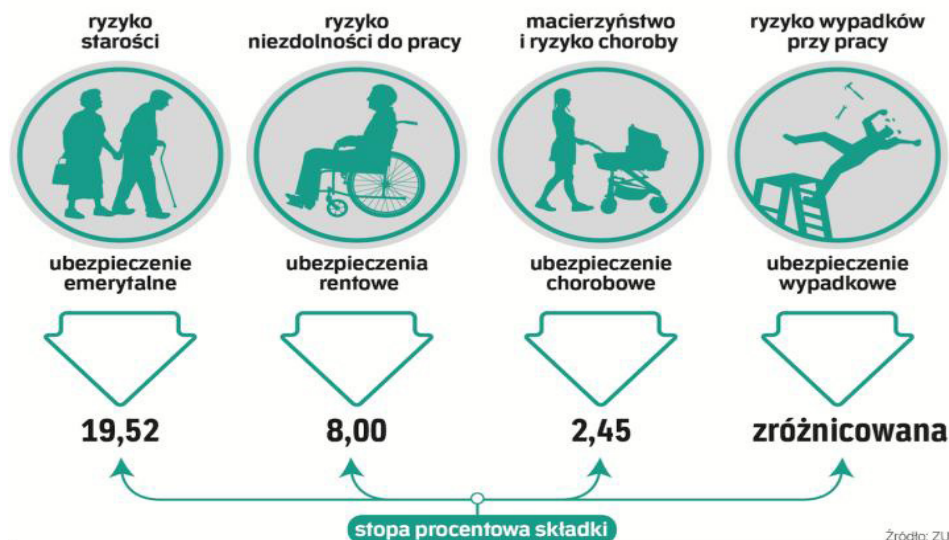
Omawiając źródła finansowania zadań publicznych, warto też zwrócić uwagę na dwa fundusze celowe wyodrębnione 1 stycznia 1999 r., a mianowicie **Fundusz Ubezpieczeń Społecznych (FUS)**, którego dysponentem jest Zakład Ubezpieczeń Społecznych (ZUS), i **Fundusz Ubezpieczeń Zdrowotnych (FUZ)**, którego dysponentem jest Narodowy Fundusz Zdrowia (NFZ).

W ramach Funduszu Ubezpieczeń Społecznych wyodrębnione są cztery fundusze: emerytalny, rentowy, chorobowy i wypadkowy, odpowiadające poszczególnym rodzajom ubezpieczenia (rysunek 2.8, tabela 2.4).

Do Narodowego Funduszu Zdrowia trafiają składki na ubezpieczenie zdrowotne, dzięki czemu osoba ubezpieczona może korzystać z publicznej służby zdrowia. Środki gromadzone w tych funduszach pochodzą głównie ze składek osób ubezpieczonych obowiązkowo lub dobrowolnie* oraz ich pracodawców, gdyż część z nich pokrywają sami ubezpieczeni ze swojego przychodu, a część

* To, jaki rodzaj składek jest obowiązkowy, a jaki dobrowolny, zależy od tytułu do ubezpieczenia i zbiegu kilku tytułów.

System ubezpieczeń społecznych



Źródło: ZUS

Rysunek 2.8. System ubezpieczeń społecznych

Źródło: (ZUS, <https://pieniadze.rp.pl/ubezpieczenia/inne-polisy/20742-skladki-zus>).

opłaca pracodawca. Natomiast wszystkie składki samodzielnie musi opłacać przedsiębiorca osoba fizyczna prowadzący działalność gospodarczą jednoosobowo lub jako wspólnik spółki osobowej.

Tabela 2.4. Składki na ubezpieczenia pracowników i fundusze obowiązujące w 2021 roku (w %)

Rodzaj ubezpieczenia	Sposób finansowania	
	pracodawca	pracownik
Emerytalne	9,76	9,76
Rentowe	6,50	1,50
Chorobowe	–	2,45
Wypadkowe	1,67 ^a	–
Zdrowotne	–	9,00
W tym: zdrowotne podlegające odliczeniu od podatku		7,75

^a Stopę procentową składki na ubezpieczenie wypadkowe ustala się na dany rok składkowy trwający od 1 kwietnia do 31 marca. Stopa procentowa składki na ubezpieczenie wypadkowe dla płatnika składek podlegającego wpisowi do rejestru REGON, zgłaszającego do ubezpieczenia wypadkowego nie więcej niż 9 ubezpieczonych, wynosi 50% najwyższej stopy procentowej ustalonej na dany rok składkowy dla grup działalności i wynosi obecnie 1,67%. W pozostałych przypadkach składka na ubezpieczenie wypadkowe jest zróżnicowana dla poszczególnych przedsiębiorców i ustalana w zależności od poziomu zagrożeń zawodowych i skutków tych zagrożeń zgodnie z rozporządzeniem Ministra Pracy i Polityki Społecznej (Rozporządzenie z dnia 29 listopada 2002 r.).

Źródło: opracowanie własne.

Przykład 2.3. Składki i podatek należne z tytułu wynagrodzenia z umowy o pracę

Zosia miesiąc temu podpisała pierwszą umowę o pracę i właśnie otrzymała pierwsze wynagrodzenie. Na umowie była wskazana kwota brutto 3000 zł, natomiast przelew był na niższą kwotę, więc Zosia postanowiła przeanalizować, co się stało z różnicą.

Wyszczególnienie	Stawki (w %)	Kalkulacja składek potrącanych z wynagrodzenia (w zł)	Kalkulacja składek płaconych przez pracodawcę (w zł)
Składka emerytalna	9,76 pracownik 9,76 pracodawca	292,80	292,80
Składka rentowa	1,5 pracownik 6,5 pracodawca	45,00	195,00
Składka chorobowa	2,45 pracownik	73,50	
Składka wypadkowa	1,67 pracodawca		50,10
Składka zdrowotna	9 ^a pracownik	232,98	
Razem składki:		644,28	537,90

^a Podstawą obliczenia składki na ubezpieczenie zdrowotne jest różnica między wynagrodzeniem brutto a sumą składek na ubezpieczenia społeczne potrącane z wynagrodzenia pracownika.

Umowa o pracę jest obowiązkowym tytułem do ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych, zatem z wynagrodzenia Zosi pracodawca jako płatnik był zobligowany pobrać należne składki w kwocie 644,28 zł, co automatycznie spowodowało, że do wypłaty tytułem wynagrodzenia zostało mniej, a także naliczyć jeszcze dodatkowo składki w ciężar swoich kosztów. Sumę składek ($644,28 + 537,90 = 1182,18$ zł) pracodawca przekazał do Zakładu Ubezpieczeń Społecznych, a ten dalej składkę zdrowotną do NFZ.

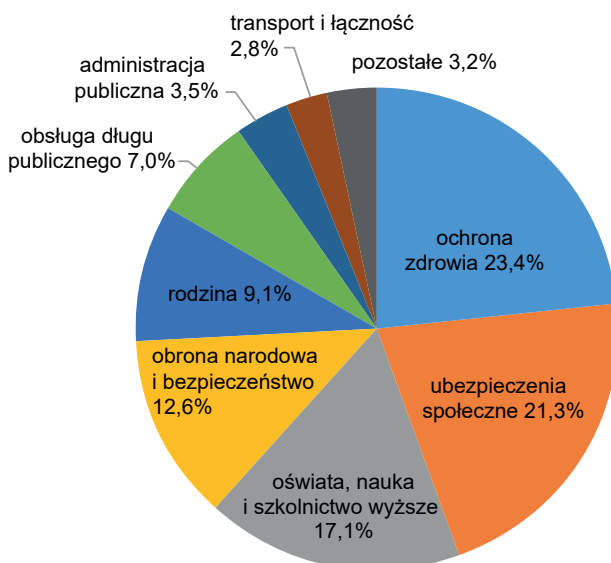
W przykładzie pominięto rozliczenie podatkowe.

2.4. Wydatki budżetu państwa

Wydatki budżetu państwa można klasyfikować według różnych kryteriów. Najstarszy, a zarazem najczęściej stosowany ich podział wyodrębnia wydatki majątkowe i wydatki bieżące. **Wydatki majątkowe** prowadzą do powiększenia majątku publicznego. Majątek ten rośnie w wyniku inwestycji rzeczowych lub zakupu aktywów finansowych. W związku z tym w ramach wydatków majątkowych można wyróżnić wydatki inwestycyjne (na przykład zakup i montaż środków trwałych, roboty budowlane, dotacje na inwestycje) i kapitałowe (na przykład zakup i objęcie akcji oraz wniesienie wkładów do spółek prawa handlowego). **Wydatki bieżące** są to m.in. wydatki na wynagrodzenia osób

zatrudnionych w sferze budżetowej, a także zakupy towarów i usług, wydatki związane z utrzymaniem jednostek sfp, obsługa długu czy realizacja statutowych zadań jednostek budżetowych.

Często pokazuje się wydatki poniesione na szeroko rozumiane zadania, czego odzwierciedleniem są tzw. **działy klasyfikacji budżetowej**. Działy grupują wydatki na różne dziedziny działalności (na przykład administracja publiczna, obrona narodowa, obsługa długu publicznego, szkolnictwo wyższe). Strukturę wydatków budżetu państwa w układzie tradycyjnym przedstawiono na rysunku 2.9.



Rysunek 2.9. Struktura wydatków budżetu państwa w 2019 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie: (Ustawa budżetowa na rok 2019, załącznik 2).

Ważny jest podział wydatków budżetowych na sztywne (prawnie zdeterminowane) oraz elastyczne (uznaniowe). **Wydatki sztywne** są tak prawnie uregulowane, że wyłącza to swobodę decydowania o ich wysokości oraz strukturze przez organy władzy publicznej (na przykład wydatki na obsługę długu publicznego, dotacje dla Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, wydatki na obronę narodową). Wydatki sztywne stanowią około 75% wydatków budżetu państwa, co utrudnia elastyczne planowanie budżetowe. **Wydatki elastyczne** dają większą swobodę decyzyjną i umożliwiają dostosowywanie działań państwa do realiów

gospodarki. Obejmują one przede wszystkim dotacje dla podmiotów publicznych i prywatnych oraz wydatki majątkowe.

Wydatki budżetowe można również podzielić na podstawie kryterium przedmiotowego według tzw. **grup ekonomicznych**, czyli zgodnie z ich przeznaczeniem. W ramach tego kryterium wyszczególnia się: dotacje i subwencje, świadczenia na rzecz osób fizycznych, wydatki jednostek budżetowych, wydatki majątkowe, wydatki na obsługę długu publicznego, wydatki na realizację programów finansowanych ze środków europejskich oraz środki własne Unii Europejskiej. **Subwencja** to nieodpłatna i bezzwrotna pomoc finansowa udzielana najczęściej przez państwo określonym podmiotom (na przykład jednostkom samorządu terytorialnego, partiom politycznym), bez wskazania celu, na jaki środki te mają być przeznaczone. Z kolei **dotacje** to kwoty wypłacane ze środków publicznych mające charakter jednostronnego świadczenia. Dotacje są udzielane w celu finansowania działalności ważnej z punktu widzenia interesu publicznego. Muszą być wykorzystane zgodnie z przeznaczeniem oraz rozliczone. **Świadczenia na rzecz osób fizycznych** obejmują wydatki z budżetu państwa kierowane do ludności, które nie są wynagrodzeniem za pracę. Wydatki w tej grupie mogą być wypłacane bezpośrednio osobom fizycznym w postaci emerytur, rent, zasiłków, stypendiów czy innych jeszcze świadczeń (na przykład świadczenia wychowawczego 500+), jak również pośrednio w postaci na przykład dopłat do leków.

2.5. Budżet środków europejskich i fundusze Unii Europejskiej

Na finanse publiczne w Polsce znaczący wpływ ma również członkostwo w Unii Europejskiej. Do Polski napływają środki finansowe w ramach programów realizowanych m.in. z **funduszy strukturalnych** (Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego i Europejskiego Funduszu Społecznego), Funduszu Spójności czy też zadań w ramach Wspólnej Polityki Rolnej i Wspólnej Polityki Rybołówstwa. Obsługa operacyjna wspomnianych płatności następuje w ramach **budżetu środków europejskich (bśe)**. Wydatki tego budżetu wynikają z konieczności **prefinansowania** wydatków związanych z realizacją programów finansowanych z udziałem środków pochodzących z UE, które w późniejszym terminie są refundowane przez Komisję Europejską. Środki uzyskiwane z tych refundacji stają się w kolejnych latach dochodami bśe.

W bśe wyszczególnia się środki udostępnione Polsce w ramach programów operacyjnych unijnej polityki spójności okresu programowania 2014–2020 (przedstawione w tabeli 2.5), a także inne środki pochodzące z zagranicy o charakterze bezzwrotnym.

Tabela 2.5. Alokacja środków unijnych w Polsce według programów operacyjnych na lata 2014–2020

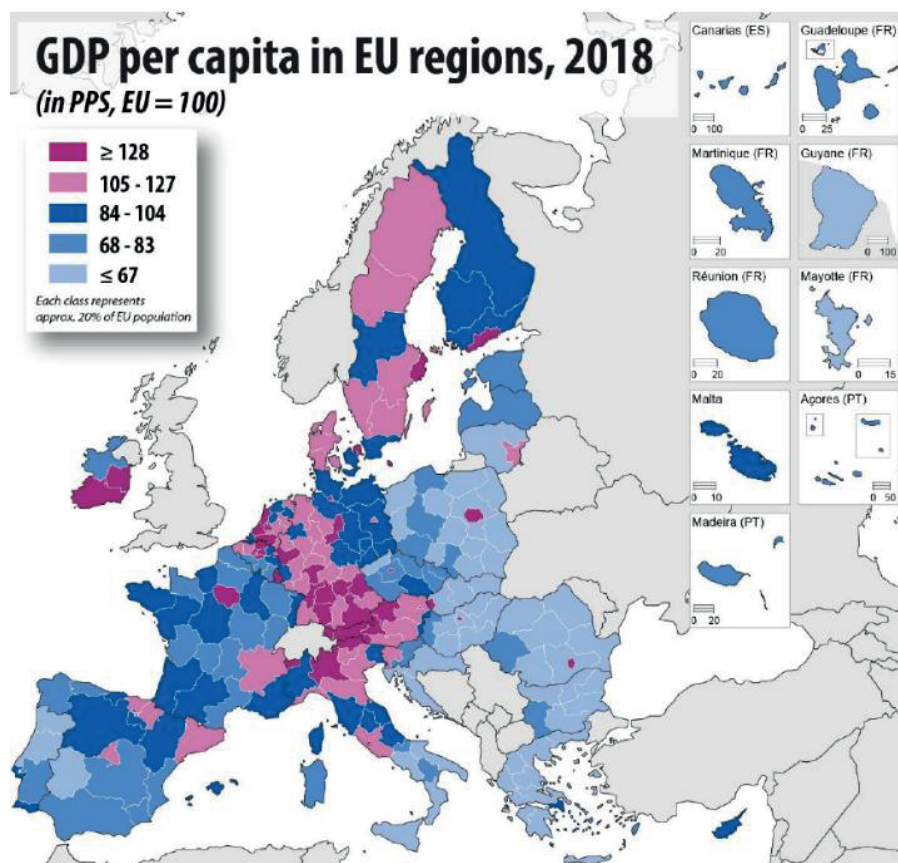
Lp.	Nazwa programu operacyjnego	Środki unijne (w mld euro)
1	Program Operacyjny Infrastruktura i Środowisko	27,4
2	Program Operacyjny Inteligentny Rozwój	8,6
3	Program Operacyjny Wiedza Edukacja Rozwój	4,7
4	Program Operacyjny Polska Cyfrowa	2,2
5	Program Operacyjny Polska Wschodnia	2,0
6	Program Operacyjny Pomoc Techniczna	0,7
7–22	16 Regionalnych programów operacyjnych	31,3
23	Europejska Współpraca Terytorialna	1,7
	Razem ^a	78,6

^a 5% alokacji ujęte jest dodatkowo w tzw. rezerwie wykonania, co daje łączną wartość alokacji na poziomie 82,5 mld euro.

Źródło: (Portal Funduszy Europejskich, 2020).

Fundusze Europejskie (unijne) są to środki finansowe wykorzystywane przez Unię Europejską do wspierania rozwoju państw członkowskich. Do funduszy tych zalicza się m.in. Europejski Fundusz Rozwoju Regionalnego, Europejski Fundusz Społeczny, Fundusz Spójności, Fundusz na rzecz Sprawiedliwej Transformacji (FST; od 2021 roku). Zasady ich wykorzystywania określa się m.in. w tzw. wieloletnich ramach finansowych (na szczeblu UE) oraz w tzw. programach operacyjnych (sporządzanych przez państwa członkowskie UE). W latach 2021–2027 Polska ma otrzymać z tych funduszy 76 mld euro (w tym 3,8 mld euro z FST). Środki te zostaną przeznaczone na inwestycje w innowację, przedsiębiorczość, cyfryzację, infrastrukturę techniczną, ochronę środowiska, energetykę, edukację i sprawy społeczne.

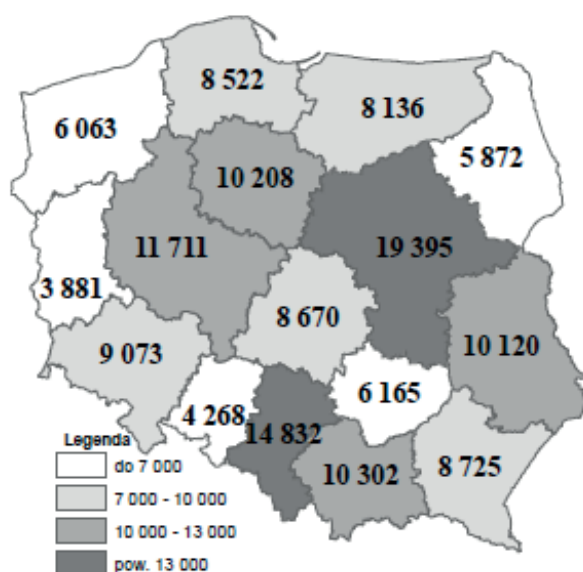
Programy operacyjne są instrumentami finansowymi służącymi realizacji unijnej **polityki spójności** (inaczej polityki regionalnej). Głównym celem tej polityki jest usunięcie dysproporcji w rozwoju gospodarczym i społecznym regionów UE oraz zapewnienie zrównoważonego wzrostu wszystkich jej obszarów z zachowaniem jej wewnętrznej spójności ekonomicznej, społecznej i terytorialnej. Unia Europejska jest złożona z 27 państw o bardzo dużych różnicach rozwojowych, czego przejawem jest choćby zróżnicowana wartość PKB na mieszkańca (rysunek 2.10).



Rysunek 2.10. Poziom rozwoju gospodarczego regionów Unii Europejskiej w 2018 roku mierzony relacją PKB na 1 mieszkańca do średniej unijnej

Źródło: (Eurostat, 2020).

Zróźnicowanie rozwoju regionalnego Unii Europejskiej jest mierzone wartością wskaźnika „produkt krajowy brutto na 1 mieszkańca” (PKB *per capita*) odnoszonej do średniej unijnej wynoszącej 100. Poza pewnymi wyjątkami środki funduszy strukturalnych są kierowane do regionów, których PKB *per capita* jest niższy niż 75% średniej unijnej, a środki Funduszu Spójności są alokowane w krajach o PKB *per capita* niższym niż 90% średniej unijnej. Większość regionów Polski (definiowanych na tzw. poziomie NUTS-2 będącym odpowiednikiem województw) kwalifikuje się do uzyskania wsparcia z tych funduszy, Polska w okresie programowania 2014–2020 była największym **beneficjentem netto** unijnej polityki spójności. Zróźnicowanie przestrzenne wykorzystania funduszy unijnych w Polsce przedstawiono na rysunku 2.11.



Rysunek 2.11. Liczba projektów współfinansowanych ze środków unijnych wykonanych w poszczególnych województwach

Źródło: (Spychała, 2017).

2.6. Deficyt budżetowy

Równowaga budżetowa, czyli idealne zrównoważenie dochodów i wydatków w danym okresie, w zasadzie prawie nigdy nie występuje. Różnica pomiędzy dochodami a wydatkami budżetowymi jest nazywana saldem budżetu państwa. Może ono przybrać wartość dodatnią albo ujemną.

Dodatnia różnica pomiędzy dochodami a wydatkami budżetowymi jest nazywana **nadwyżką budżetową**. Natomiast ujemna różnica pomiędzy dochodami a wydatkami jest określana mianem **deficytu budżetowego**.

We współczesnych gospodarkach zamknięcie roku budżetowego nadwyżką jest zjawiskiem niezwykle rzadkim, dlatego w praktyce najczęściej budżety są planowane i wykonywane z deficytem.

Podstawowymi źródłami powstawania deficytów budżetowych są przede wszystkim nadmierne wydatki (ze znacznym udziałem wydatków sztywnych), zbyt niskie podatki oraz nadmierne rozbudowanie socjalnych funkcji państwa. Wysokie wydatki budżetowe są najczęściej spowodowane rozbudowaną administracją oraz wysokimi transferami socjalnymi. Z kolei najczęstszą przyczyną zbyt niskich dochodów skutkujących powstawaniem deficytów jest ułomny system

podatkowy państwa. Przyczyny takiego stanu rzeczy mogą być liczne – od zbyt niskich stawek podatkowych, przez nieefektywny i często nieskuteczny system ściągania podatkowych należności, aż do zawężania grupy podmiotów opodatkowania, co może być spowodowane spadającym poziomem produkcji i produktu krajowego brutto. W związku z tym w okresie dekonjunktury, gdy spada dochód narodowy, deficyt jest zazwyczaj większy. Kolejne źródło powstawania deficytów tworzą silne grupy roszczeniowe społeczeństwa, które traktują państwo jako gwaranta socjalnego bezpieczeństwa niezamożnych grup społecznych.

Deficyt budżetu państwa oraz inne potrzeby pożyczkowe budżetu państwa mogą być pokryte przychodami z następujących źródeł:

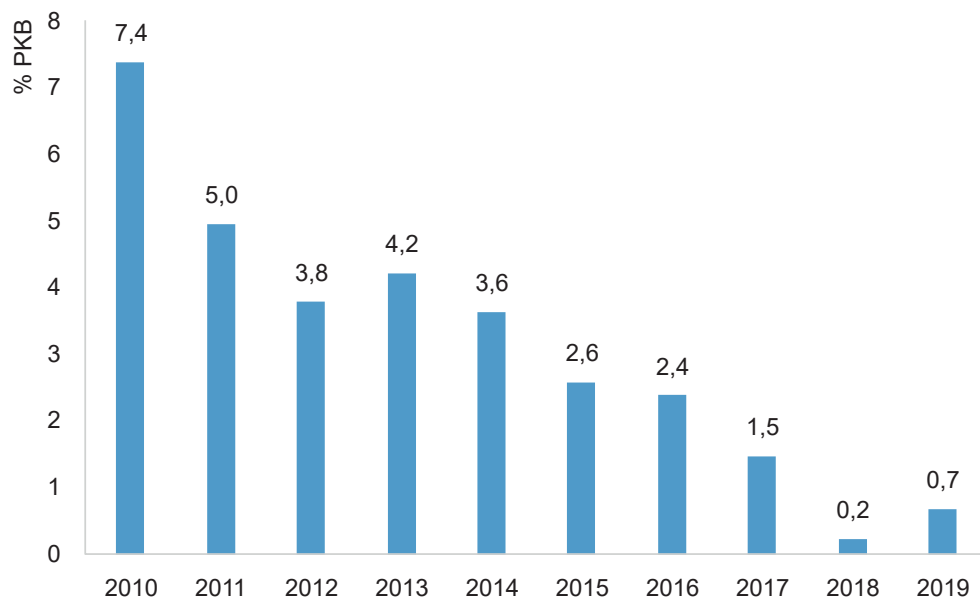
- z prywatyzacji majątku skarbu państwa,
 - ze sprzedaży skarbowych papierów wartościowych na rynku krajowym i zagranicznym,
 - z kredytów i pożyczek zaciągniętych w bankach krajowych i zagranicznych.
- Źródłem finansowania deficytu budżetowego może być również nadwyżka budżetu państwa z lat ubiegłych.

Deficyt budżetowy nie jest wielkością jednoznaczną i w praktyce stosuje się kilka metod jego liczenia. Przez lata wykształciły się międzynarodowe standardy obliczania wielkości deficytu. Pierwszy jest zgodny z koncepcją Międzynarodowego Funduszu Walutowego (tzw. metoda GFS – *government finance statistics*), z kolei drugi opiera się na Europejskim Systemie Rachunków Narodowych i Regionalnych ESA 2010, a wykorzystywany jest przez kraje UE. Metody te są różne, dotyczą całego sfp, co nie ułatwia porównywania wielkości deficytów liczonych tymi metodami z wielkościami deficytów budżetu państwa w poszczególnych krajach. Różnice dotyczą chociażby momentu rejestracji poszczególnych operacji czy też przyjętego zakresu przedmiotowego wydatków. Sprawdź, czy w Polsce deficyt liczony metodą ESA 2010 nie przekracza dopuszczalnej granicy, czyli 3% PKB (rysunek 2.12).

Zwolennicy zachowania równowagi budżetowej podkreślają negatywne skutki makroekonomiczne, jakie powoduje deficyt, a do najczęściej wymienianych należą:

- niebezpieczeństwo wpadnięcia w tzw. pułapkę zadłużeniową,
- ryzyko monetyzacji deficytu,
- pojawienie się efektu wypychania,
- negatywny wpływ na saldo obrotów bieżących,
- wzrost stóp procentowych,
- negatywny sygnał dla światowych rynków finansowych.

Pułapka zadłużeniowa może powstać w wyniku gwałtownego narastania długu publicznego oraz kosztów jego obsługi. Państwo musi obsługiwać oraz



Rysunek 2.12. Deficyt sektora *general government* w Polsce w latach 2010–2019 (jako % PKB)

Źródło: (OECD, 2020).

splacać narastający dług publiczny, co oznacza wzrost podatków w przyszłości. W sytuacji gdy wydatki ponoszone na obsługę długu rosną szybciej aniżeli dochody budżetowe, to występowanie deficytu oznacza zmniejszenie przyszłych wydatków (głównie inwestycyjnych). W sytuacji gdy rządy nie ograniczają wydatków, deficyt budżetowy zwiększa się i w efekcie narasta dług publiczny. Ryzyko monetyzacji jest związane z częścią deficytu finansowaną w systemie bankowym, a zwłaszcza w banku centralnym. Zjawisko monetyzacji występuje więc wtedy, gdy źródłem finansowania deficytu staje się emisja pieniądza, co z kolei może grozić pojawieniem się bądź przyspieszeniem procesów inflacyjnych. Pojawienie się efektu wypychania oraz przyspieszenie procesów inflacyjnych są wskazywane jako rezultaty deficytu powodujące osłabienie tempa gospodarczego wzrostu i prowadzą do deprecjacji oszczędności. Efekt wypychania powstaje w wyniku kierowania przez państwo na rynek finansowy dodatkowego popytu na pieniądz, co jednocześnie ogranicza prywatne oszczędności, a przez to hamuje inwestycje. Malejące zainteresowanie inwestowaniem w sferze wytwórczości jest spowodowane zwiększonym popytem ze strony państwa, w efekcie czego rosną stopy procentowe, ostatecznie owocując zahamowaniem wzrostu gospodarki. Negatywny wpływ na saldo obrotów bieżących

w bilansie płatniczym wynika z hipotezy tzw. bliźniaczego deficytu. W wyniku związanych z deficytem dużych potrzeb pożyczkowych rządu wzrasta oprocentowanie papierów wartościowych, co przyciąga inwestorów zagranicznych. Inwestorzy ci, aby zakupić skarbowe papiery wartościowe, muszą wymienić swoją walutę na pieniądź krajowy, co zwiększa popyt na walutę i powoduje jej aprecjację. Wysoki kurs złotego sprzyja importowi, jednocześnie utrudniając eksport, który staje się nieopłacalny, ostatecznie wpływając niekorzystnie na bilans handlowy.

2.7. Finanse jednostek samorządu terytorialnego

Samorząd gminny ma największy wpływ na codzienne życie mieszkańców i warunki prowadzenia działalności gospodarczej. Odpowiada on za zaspokojenie naszych podstawowych potrzeb o charakterze zbiorowym. Samorząd powiatowy wykonuje takie zadania, których gmina nie jest w stanie wykonać samodzielnie. Samorząd województwa wykonuje te zadania, których nie są w stanie wykonać gminy i powiaty. Głównym zadaniem samorządu województwa jest określenie strategii i prowadzenie polityki rozwoju regionu. Podział zadań publicznych uwzględniający możliwości ich wykonania przez różne jst (rysunek 2.13) jest wyrazem zasady subsydiarności (pomocniczości).

W celu wykonywania zadań organy władzy państwowej przekazały jst majątek samorządowy (komunalny), źródła dochodów i umożliwiły zaciąganie zobowiązań. Podstawą gospodarki jst jest budżet jednostki samorządu terytorialnego. Dochodami jst są: dochody własne, subwencja ogólna i dotacje celowe (Ustawa z dnia 2 kwietnia 1997, art. 167).

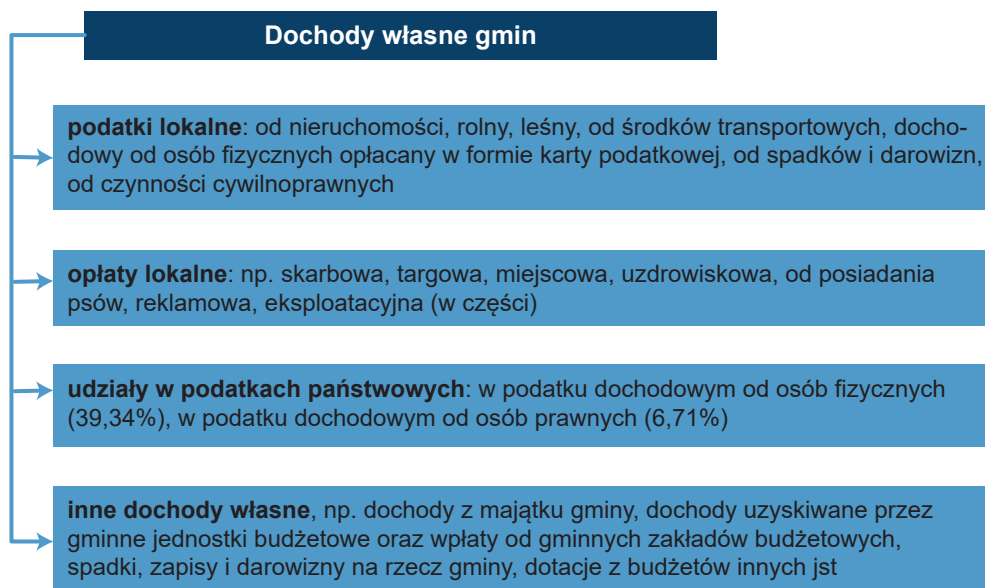
Dochody własne jst charakteryzują się następującymi cechami: pochodzą ze źródeł znajdujących się na terenie działania danej jst, przekazane są do dyspozycji jst w całości i bezterminowo. Niekiedy dodaje się jeszcze, że są to dochody, na które organy jst mogą oddziaływać, na przykład decydować o wysokości stawki podatku/opłaty/czynszu.

Rodzaje dochodów własnych zależą od samorządowego szczebla. Dochody własne, które gromadzą (lub mogą gromadzić) gminy, przedstawiono na rysunku 2.14. Rodzaje dochodów własnych, które mogą gromadzić powiaty,



Rysunek 2.13. Zadania gmin, powiatów i województw

Źródło: (<https://forum.wiazowna.net/discussion/623/poradnik-wyborczy>).



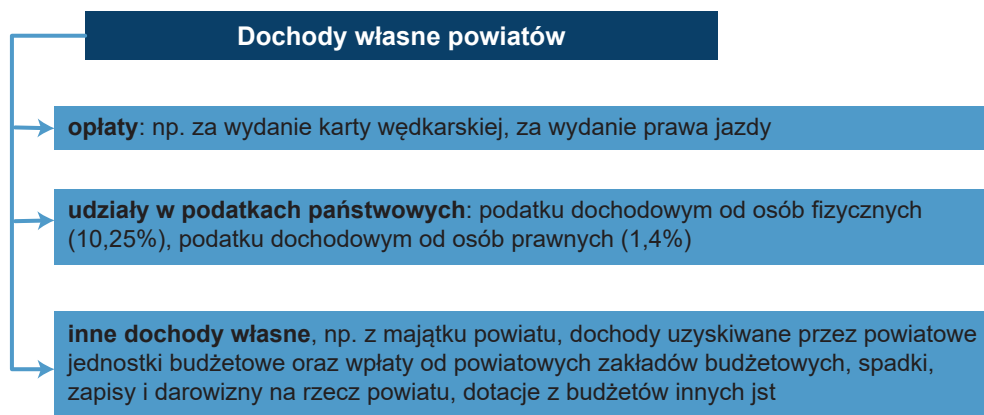
Rysunek 2.14. Źródła dochodów własnych gmin

Źródło: opracowanie własne na podstawie: (Ustawa z dnia 13 listopada 2003 r., art. 4).

przedstawiono na rysunku 2.15, zaś rodzaje dochodów województw – na rysunku 2.16.

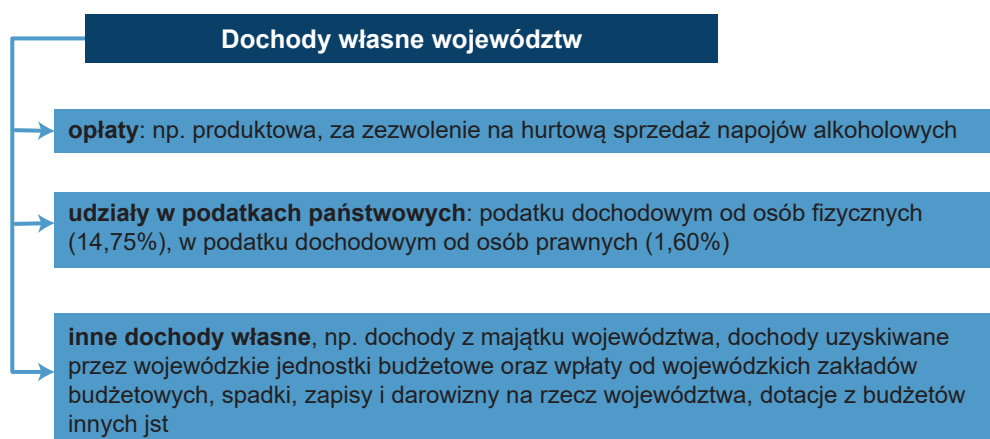
Dochodami jest wszystkich szczebli po spełnieniu określonych warunków mogą być:

- subwencja ogólna, która w przypadku gmin i powiatów może się składać z części wyrównawczej, równoważącej i oświatowej, a w przypadku województw – z części wyrównawczej, regionalnej i oświatowej;
- dotacje celowe z budżetu państwa na finansowanie zadań zleconych i dofinansowanie zadań własnych;



Rysunek 2.15. Źródła dochodów własnych powiatów

Źródło: opracowanie własne na podstawie: (Ustawa z dnia 13 listopada 2003 r., art. 5).

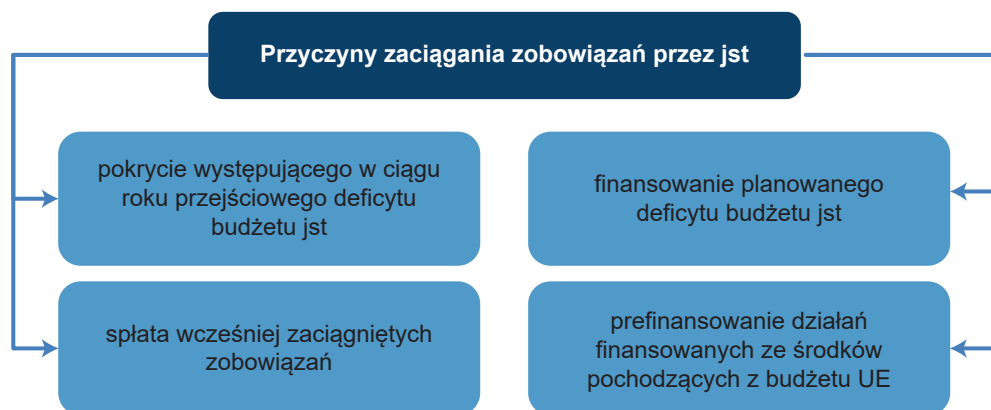


Rysunek 2.16. Źródła dochodów własnych województw

Źródło: opracowanie własne na podstawie: (Ustawa z dnia 13 listopada 2003 r., art. 6).

- środki z budżetu Unii Europejskiej, na przykład z Funduszu Odbudowy (od 2021 r.);
- środki pochodzące ze źródeł zagranicznych niepodlegające zwrotowi, na przykład z Norweskiego Mechanizmu Finansowego (Ustawa z dnia 13 listopada 2003).

Czasami jst korzystają ze zwrotnych źródeł finansowania swojej działalności. Mogą one zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować papiery wartościowe na określone cele (rysunek 2.17), ale muszą pamiętać o konieczności obsługi i spłaty długu. Dług jst jest elementem państwowego długu publicznego.



Rysunek 2.17. Przyczyny zaciągania zobowiązań przez jst

Źródło: opracowanie własne na podstawie: (Ustawa z 27 sierpnia 2009 r., art. 89).

2.8. Dług publiczny

Łączna kwota zobowiązań podlegająca spłacie ze środków publicznych jest nazywana długiem publicznym. Poprzez dług publiczny (tzw. państwowy) należy zatem rozumieć łączne zadłużenie jednostek zaliczanych do sfy wobec podmiotów nienależących do tego sektora. Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na różnicę pomiędzy długiem Skarbu Państwa a państwowym długiem publicznym. Ten pierwszy obejmuje jedynie zadłużenie Skarbu Państwa, czyli budżetu państwa oraz wszystkich instytucji państwowych niemających osobowości prawnej. Natomiast państwowy dług publiczny to nominalne zadłużenie jednostek sfy, ustalone po wyeliminowaniu ich wzajemnych zobowiązań, obejmuje on dług podsektora rządowego (w tym dług Skarbu Państwa), a także

dług podsektora samorządowego i dług podsektora ubezpieczeń społecznych. Dodatkowo instytucje Unii Europejskiej posługują się pojęciem długu sektora *general government*.

Występowanie długu publicznego, czyli faktyczne finansowanie wydatków publicznych pożyczonymi pieniędzmi, oznacza przerzucenie ciężaru finansowania tych wydatków na przyszłe pokolenia. Zaciągane obecnie przez polityków pożyczki, na przykład na sfinansowanie programów socjalnych czy wydatków w ramach tzw. tarczy antykryzysowej związanej z pandemią COVID-19, będą spłacane przez pokolenie dzisiejszych nastolatków. Zadłużenie publiczne jest olbrzymie.

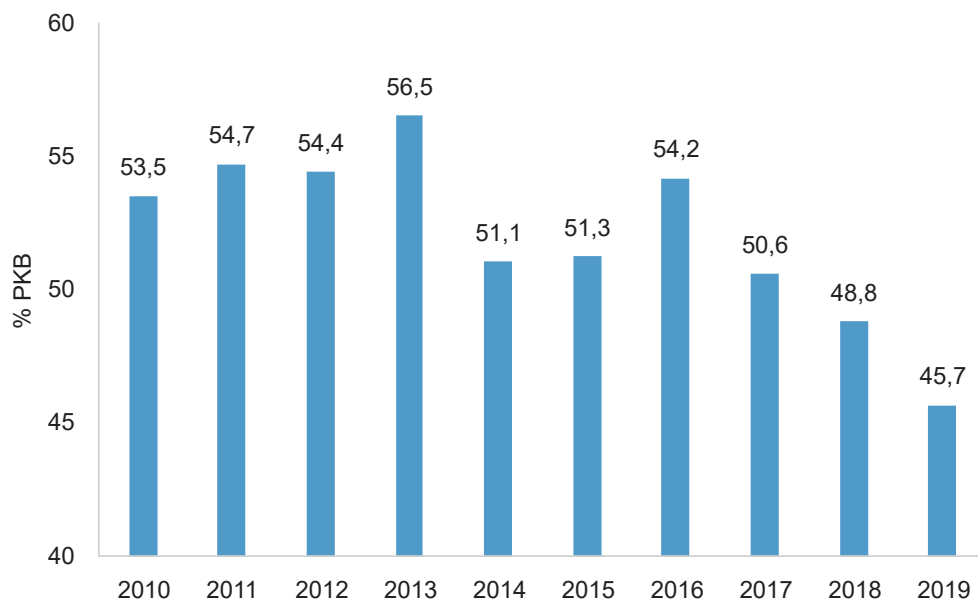
Z długiem publicznym jest związana konieczność jego **obsługi**, czyli wypłata odsetek od zaciągniętych kredytów i pożyczek. Koszty obsługi długu mają charakter wydatków sztywnych, bowiem nie można ingerować w ich wysokość, odsunąć w czasie czy ich nie regulować. Konieczność spłaty zaciągniętego wcześniej długu wraz z pojawiającymi się nowymi zobowiązaniami powoduje, że zwiększają się potrzeby pożyczkowe państwa. Z kolei wysokie potrzeby pożyczkowe stymulują wzrost

Na dzień 7 stycznia 2021 r. o godz. 22.00 dług publiczny wynosił 1 397 558 257 627 zł. Na każdego mieszkańca Polski przypadało zatem 36 818 zł zadłużenia. W ciągu jednej godziny wartość długu publicznego powiększyła się o 30 168 426 zł. Sam możesz się przekonać, jak szybko się powiększa dług publiczny, wchodząc na stronę <http://www.dlugpubliczny.org.pl/>.

stóp procentowych na rynku finansowym, co przyczynia się do wzrostu obsługi zadłużenia. Rosnący dług publiczny utrudnia utrzymanie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego, gdyż podmioty prywatne mają ograniczony dostęp do kredytów. Kredyt publiczny zwiększa popyt na dobra i usługi, natomiast kredytowanie obciąża prywatne oszczędności. W rezultacie następuje transfer zasobów z sektora prywatnego do publicznego, nazywany efektem wypychania.

Sektor finansów publicznych nie może się zadłużać w nieskończoność. Jednostki sfp są bowiem zobowiązane do przestrzegania tzw. **reguł fiskalnych** (budżetowych), na przykład reguły dotyczącej dopuszczalnej wysokości długu publicznego. Limit długu określono m.in. w: Konstytucji RP, traktatach unijnych oraz ustawie o finansach publicznych. W art. 216 Konstytucji RP z 1997 r. pojawia się przepis zakazujący zaciągania pożyczek, w wyniku których państwowy dług publiczny przekroczyłby 3/5 rocznego PKB.

Z kolei w Traktacie o funkcjonowaniu Unii Europejskiej zostały zapisane tzw. kryteria konwergencji, spośród których dwa odnoszą się do sytuacji fiskalnej. Jedno dotyczy maksymalnej wysokości deficytu sektora instytucji rządowych



Rysunek 2.18. Dług sektora *general government* w Polsce w latach 2010–2019 (jako % PKB)

Źródło: (OECD, 2020).

i samorządowych na poziomie 3% PKB, a drugie – maksymalnej wysokości długu sektora instytucji rządowych i samorządowych na poziomie 60% PKB. Sprawdź, czy państwowy dług publiczny w Polsce (mierzony metodą ESA 2010) przekracza już ten poziom (rysunek 2.18).

W ustawie o finansach publicznych przewidziano procedury ostrożnościowe i sanacyjne, na podstawie których wprowadzono istotne ograniczenia dla polityki budżetowej w miarę wzrostu udziału państwowego długu publicznego (PDP) w PKB. Ustalono w niej progi odnoszące się do relacji długu do PKB: 55% oraz 60%*. Po przekroczeniu progu 55% PKB na kolejny rok budżetowy należy uchwalić projekt ustawy budżetowej, w której m.in. nie przewiduje się deficytu oraz wzrostu wynagrodzeń pracowników państwowej sfery budżetowej. Natomiast po przekroczeniu progu 60% PKB wprowadza się szereg sankcji, m.in. zobowiązanie Rady Ministrów do przedstawienia Sejmowi programu

* W latach 1998–2013 obowiązywały trzy limity ostrożnościowe, tj. 50% PKB, 55% PKB, 60% PKB. Od 2014 roku obowiązującymi limitami są przede wszystkim progi 55% PKB oraz 60% PKB. W związku z wprowadzeniem stabilizującej reguły wydatkowej ustanowiono dwa dodatkowe ograniczenia relacji PDP/PKB, tj. 48% oraz 43%, od których zależy wartość zastosowanej korekty kwoty wydatków.

sanacyjnego mającego na celu ograniczenie udziału państwowego długu publicznego w PKB poniżej 60%.

Rząd musi zarządzać długiem publicznym, aby nie dopuścić do przekroczenia tych limitów. Zarządzanie to oznacza wykonywanie wielu zadań, spośród których do najważniejszych można zaliczyć zapewnienie finansowania potrzeb pożyczkowych oraz minimalizację kosztów obsługi zadłużenia.

Pytania i zadania otwarte

1. W jaki sposób państwo może oddziaływać na przebieg procesów gospodarczych?
2. Czy deficyt budżetowy jest szkodliwy dla gospodarki? Czy państwo powinno dążyć do równowagi budżetowej?
3. Omów zadania i źródła finansowania działalności jst.
4. Czy fundusze unijne faktycznie przyczyniają się do zmniejszania różnic w rozwoju regionalnym? Uzasadnij swoją opinię.
5. Jakie kategorie wydatków budżetu państwa mogą – bezpośrednio lub pośrednio – wpływać na Twoją sytuację finansową?
6. Wyjaśnij, dlaczego dane dotyczące deficytu budżetowego prezentowane przez różne instytucje i organizacje (Ministerstwo Finansów, Komisję Europejską, OECD, Międzynarodowy Fundusz Walutowy) mogą różnić się między sobą.

Pytania zamknięte

- 2.1. Spółka, w której Skarb Państwa ma 50% akcji lub udziałów, jest zaliczana do
 - a) sektora publicznego,
 - b) sektora prywatnego,
 - c) sektora finansów publicznych,
 - d) sektora instytucji rządowych i samorządowych.
- 2.2. Wskaż podatek będący dochodem budżetu państwa w Polsce
 - a) podatek rolny,
 - b) podatek od nieruchomości,
 - c) podatek akcyzowy,
 - d) podatek od czynności cywilnoprawnych.
- 2.3. Wskaż jedną z najważniejszych funkcji finansów publicznych
 - a) funkcja innowacyjna,
 - b) funkcja kontrolna,
 - c) funkcja stabilizacyjna,
 - d) funkcja racjonalizacyjna (efektywnościowa).
- 2.4. Wskaż stwierdzenie charakterystyczne dla państwowej jednostki budżetowej
 - a) jest formą gospodarki pozabudżetowej,
 - b) jest powiązana z budżetem państwa metodą netto,
 - c) jest powiązana z właściwym budżetem metodą brutto,
 - d) o metodzie jej powiązania rozstrzyga się w statucie.
- 2.5. Możesz skorzystać nieodpłatnie z wizyty lekarskiej, gdy opłacasz
 - a) składkę na ubezpieczenie chorobowe,
 - b) składkę na ubezpieczenie emerytalne,
 - c) składkę na ubezpieczenie wypadkowe,
 - d) składkę na ubezpieczenie zdrowotne.

- 2.6. Do podatków majątkowych zalicza się
- podatek dochodowy od osób fizycznych,
 - podatek akcyzowy,
 - podatek od nieruchomości,
 - kartę podatkową.
- 2.7. Podstawowa stawka VAT w Polsce wynosi
- 23%,
 - 22%,
 - 19%,
 - 15%.
- 2.8. Instrumentem realizacji polityki spójności Unii Europejskiej w perspektywie finansowej 2014–2020 nie jest
- Program Operacyjny Infrastruktura i Środowisko,
 - Program Operacyjny Inteligentny Rozwój,
 - Program Operacyjny Innowacyjna Gospodarka,
 - Program Operacyjny Polska Cyfrowa.
- 2.9. Płatności transferowe są to
- przepływy pieniężne dokonywane między różnymi podmiotami gospodarczymi,
 - przepływy pieniężne bez wzajemnego świadczenia ze strony podmiotu, który je otrzymał,
 - przepływy pieniężne dokonywane z wzajemnym świadczeniem rzeczy i pracy,
 - przepływy pieniężne dokonywane z tytułu sprzedaży towarów i usług.
- 2.10. Do pośrednich świadczeń na rzecz osób fizycznych można zaliczyć
- zasiłki dla bezrobotnych,
 - dopłaty do leków,
 - stypendia dla uczniów i studentów,
 - świadczenia rodzinne.
- 2.11. Do sektora finansów publicznych zaliczamy:
- spółki Skarbu Państwa,
 - przedsiębiorstwa państwowe,
 - bank centralny NBP,
 - żadne z powyższych.
- 2.12. Polskie Koleje Państwowe S.A. są jednoosobową spółką Skarbu Państwa, więc wchodzi w skład:
- sektora prywatnego,
 - sektora publicznego,
 - sektora społecznego,
 - sektora finansów publicznych.
- 2.13. Szkoły podstawowe i średnie prowadzone przez jednostki samorządu terytorialnego wchodzi w skład:
- sektora prywatnego,
 - sektora publicznego,
 - sektora społecznego,
 - sektora finansów publicznych.

- 2.14. Określ przy każdym zdaniu, czy jest to przyczyna (P), czy konsekwencja (K) deficytu budżetowego
- a) nadmierne wydatki na utrzymanie administracji rządowej,
 - b) ryzyko wpadnięcia w tzw. pułapkę zadłużeniową,
 - c) zbyt niskie stawki podatków,
 - d) wzrost stóp procentowych,
 - e) nieskuteczny system poboru podatków,
 - f) rozbudowane wydatki o charakterze socjalnym,
 - g) pojawienie się efektu wypychania,
 - h) spadek tempa wzrostu gospodarczego i PKB,
 - i) ryzyko monetyzacji długu.
- 2.15. Wskaż, które zdania są prawdziwe, a które fałszywe
- a) Państwo może oddziaływać na przebieg procesów gospodarczych, podwyższając lub obniżając stawki podatków,
 - b) Konsekwencją wysokiego deficytu budżetowego może być wzrost stóp procentowych kredytów,
 - c) Źródłem dochodów samorządowych województw są podatki lokalne,
 - d) Środki finansowe pochodzące z funduszy unijnych mogą być przeznaczone na finansowanie deficytu budżetu państwa,
 - e) Jednym z rodzajów wydatków budżetu państwa są świadczenia na rzecz osób fizycznych, w tym stypendia dla uczniów za wybitne osiągnięcia edukacyjne,
 - f) Sektor finansów publicznych jest synonimem sektora publicznego,
 - g) Dług publiczny jest to ujemna różnica pomiędzy dochodami a wydatkami budżetu.

Zadania rachunkowe

- 2.1. Ustal, ile podatku VAT jest zawarte w zakupach o łącznej wartości 100 zł, jeżeli do połowy wartości zakupów jest zastosowana stawka podstawowa 23%, zakupy o wartości 30 zł są obciążone stawką 8%, zakupy o wartości 15 zł są obciążone stawką 5%, a pozostała część jest zwolniona z VAT.
- 2.2. Spółka akcyjna (osoba prawna) osiągnęła dochód roczny w wysokości 100 000 zł i pan Iksiński jako osoba fizyczna osiągnął dochód w tej samej wysokości. Wiedząc, że stawka CIT wynosi 19%, a w PIT obowiązuje skala podatkowa 17% do 85 000 zł i 32% powyżej tej wartości, odpowiedz, który z tych podatników zapłaci wyższy podatek?
- 2.3. Tola ma 30 lat i osiąga miesięczne wynagrodzenie z umowy o pracę w kwocie 5000 zł. Ustal, ile wynosi składka na ubezpieczenie zdrowotne pobierana z jej wynagrodzenia.

Zalecana literatura

- Alińska, A. i Woźniak, B. (2015). *Współczesne finanse publiczne*. Warszawa: Difin.
- Banaszewska, M., Kańduła, S. i Przybylska, J. (2020). *Finanse samorządu terytorialnego. Ujęcie praktyczne*. Warszawa: CeDeWu.
- Gaudemet, P. M. i Molinier, J. (2000). *Finanse publiczne*. Warszawa: PWE.
- Ickiewicz, J. (2014). *Podatki, składki, opłaty*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie.
- Juja, T. (red.) (2011). *Finanse publiczne*. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.
- Owsiak, S. (2017). *Finanse publiczne. Współczesne ujęcie*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Raczkowski, K., Schneider, F. i Węgrzyn J. (2020). *Ekonomia systemu podatkowego*. Warszawa: PWN.

Rozdział 3

BANKOWOŚĆ

3.1. Podmioty w sektorze bankowym

Według polskiego prawa bank jest instytucją finansową działającą na podstawie zezwoleń na wykonywanie określonych czynności bankowych, m.in. przyjmowanie wkładów pieniężnych, zakładanie i prowadzenie rachunków bankowych czy udzielania kredytów. Wszystkie banki funkcjonujące w Polsce tworzą system bankowy.

Bank – zgodnie z ustawą Prawo bankowe art. 2 bank jest osobą prawną utworzoną zgodnie z przepisami ustaw, działającą na podstawie zezwoleń uprawniających do wykonywania czynności bankowych obciążających ryzykiem środki powierzone pod jakimkolwiek tytułem zwrotnym.

Nadrzędną rolę w tym systemie ogrywa **bank centralny** – Narodowy Bank Polski (NBP). Drugi, po banku centralnym, szczebel systemu bankowego tworzą pozostałe banki, które można podzielić na: banki komercyjne, banki spółdzielcze, banki państwowe. **Banki komercyjne** są podmiotami, które oferują szeroką gamę produktów i usług dla klientów, a ich działalność ma na celu maksymalizację zysku przy jednoczesnym zachowaniu zasad społecznej odpowiedzialności biznesu (**CSR – corporate social responsibility**). **Banki spółdzielcze** to podmioty, których celem nadrzędnym nie jest zysk, ale zaspokajanie potrzeb członków spółdzielni. W systemie bankowym funkcjonują także **banki państwowe**. Wykonują one specjalne usługi bankowe na rzecz państwa, m.in. w zakresie programów rządowych i realizacji polityki rozwoju gospodarczego. Obecnie jedynym bankiem państwowym w polskim systemie

bankowym jest Bank Gospodarstwa Krajowego (BGK). Misją banku BGK jest wspieranie rozwoju społeczno-gospodarczego kraju i sektora publicznego w realizacji jego zadań. W sektorze bankowym funkcjonują także Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo-Kredytowe. Są to spółdzielnie, których celem jest gromadzenie środków pieniężnych wyłącznie swoich członków, udzielanie im pożyczek i kredytów, przeprowadzanie na ich zlecenie rozliczeń finansowych oraz pośredniczenie przy zawieraniu umów ubezpieczenia.

W skład polskiego systemu bankowego wchodzi również Bankowy Fundusz Gwarancyjny (BFG). W przypadku upadłości banków krajowych i SKOK-ów BFG gwarantuje zwrot zgromadzonych depozytów do równowartości w złotych 100 tys. euro na osobę.

3.2. Bank centralny i polityka pieniężna

Bank centralny jest ważnym elementem współczesnych systemów pieniężnych. Instytucja ta jest odpowiedzialna za tak kluczowe kwestie, jak emisja pieniądza, funkcjonowanie systemu bankowego, prowadzenie polityki pieniężnej państwa, zarządzanie rezerwami walutowymi czy też obsługa bankowa budżetu państwa.

Dla zrozumienia dzisiejszych ról banku centralnego warto po krótku przyrzeć się genezie i ewolucji tego typu instytucji na świecie i w Polsce. Początki bankowości centralnej były związane z powstaniem banków jako takich, czyli instytucji przyjmujących depozyty w formie monet i cennych kruszców, czego potwierdzeniem były wystawiane przez nie kwity (noty bankowe, czyli banknoty). Początki ich działalności notuje się na schyłek średniowiecza i początek renesansu i umiejscawia w bogatych miastach północnych Włoch, stąd również ich nazwa pochodząca od podobnie brzmiącego w językach romańskich słowa oznaczającego ławę/ladę, przy której ówczesni bankierzy dokonywali transakcji (wł. *banca*, fr. *banque*, hiszp. i port. *banco*). Działalność banków znacząco przyczyniła się do rozwoju handlu i przyspieszyła pierwotną akumulację kapitału. Niestety, dochodziło również do szeregu nadużyć, gdyż bankierzy dokonywali obrotu powierzonymi depozytami, co oznaczało, że część banknotów nie miała pokrycia, a to w konsekwencji doprowadzało do upadłości banków i niestabilności takiego systemu bankowego. Rozwiązaniem stało się utworzenie przez ówczesnych władców banków emisyjnych, które posiadały wyłączność na emisję banknotów. Monopol ten pozwolił na czerpanie przez państwa renty emisyjnej (menniczej), inaczej zwanej dochodami z senioratu.

Dzięki konieczności wykorzystywania w danym kraju wyłącznie pieniądza banku centralnego uzyskiwano nieoprocentowane kapitały, które kolejno można było inwestować, co przysparzało bezpośrednio dochodów bankowi państwa i pośrednio samemu państwu.

Ówczesne banki emisyjne pełniły odmienne funkcje niż dzisiejsze banki centralne, gdyż oprócz emisji pieniądza zajmowały się finansowaniem długu publicznego, czy to bezpośrednio dostarczając pożyczek władcom (w zamian za wyłączne prawo emisji pieniądza), czy to zarządzając pozyskiwaniem kapitałów zwrotnych dla władcy. Powyższe cechy sprawiają, że w odniesieniu do tych instytucji używa się raczej określenia banki emisyjne niż banki centralne.

Pierwszym bankiem emisyjnym był Szwedzki Bank Państwowy (Sveriges Riksbank) założony w 1668 r. Kolejny zaś to powstały w 1694 r. Bank Anglii (Bank of England). Warto nadmienić, że ósmym bankiem emisyjnym na świecie był Bank Polski utworzony w 1828 r. w Warszawie. Pomysł utworzenia banku narodził się już w trakcie obrad Sejmu Czteroletniego, jednakże trzeci rozbiór Polski pokrzyżował jego powstanie. Bank utworzono w Królestwie Polskim będącym pod zaborem rosyjskim, a jego założycielem był minister skarbu królestwa Ksawery Drucki-Lubecki. Bank odegrał ważną rolę dla rozwoju ziem polskich – emitował pieniądź (złotego) oraz udzielał kredytów na rozwój przemysłu. Niestety, powstania niepodległościowe Polaków wobec zaborcy doprowadziły do zamknięcia banku przez Rosję w 1886 r. Dopiero po odzyskaniu przez Polskę niepodległości w 1918 r. na powrót utworzona została instytucja emisyjna – Polska Krajowa Kasa Pożyczkowa. Jednak potrzeby – głównie rządu – związane z odbudową kraju po wojnie doprowadziły do nadmiernej emisji pieniądza, czego skutkiem była hiperinflacja początku lat 20. XX w. Rozwiązaniem była reforma walutowa z 1924 r. przeprowadzona przez rząd Władysława Grabskiego, w wyniku której powstał nowy bank centralny – ponownie nazwany Bankiem Polskim – emitujący nową walutę (złotego) i zobowiązany do dbania o jej wartość. Po drugiej wojnie światowej, w okresie PRL funkcjonował Narodowy Bank Polski, który w wyniku wdrażania gospodarki nakazowo-rozdzielczej stał się monobankiem – oprócz monopolu na emisję pieniądza miał również monopol na udzielanie kredytu i gromadzenie oszczędności. Niestety, złoty stał się w tym okresie walutą wewnętrzną i nie był wymienialny na waluty obce. Dopiero zmiany ustrojowe zapoczątkowane w 1989 r. przez rząd Tadeusza Mazowieckiego przywróciły NBP funkcje banku centralnego i ponownie instytucja ta stała się odpowiedzialna za wartość polskiego pieniądza.

Przedstawiony rys historyczny pokazuje, jak ewoluowały zadania banku centralnego – od monopolu na emisję pieniądza i dostarczania finansowania państwu po instytucję odpowiedzialną za wartość pieniądza. Warto zatem

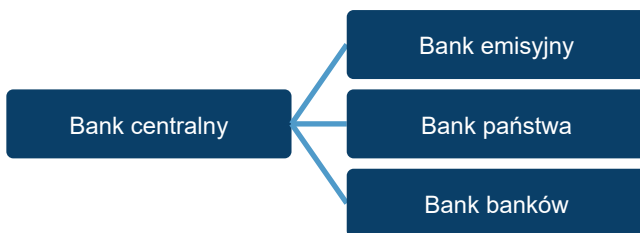
szczegółowiej przedstawić role, jakie odgrywają współczesne banki centralne (rysunek 3.1).

Bank centralny w roli **banku emisyjnego** jest instytucją posiadającą wyłączne prawo emisji pieniądza na terenie danego kraju, przy jednoczesnym zobowiązaniu do dbania o jego wartość. W Polsce taki przywilej i obowiązek NBP zapisany jest w Konstytucji RP.

Z kolei odgrywanie przez bank centralny roli **banku państwa** oznacza zasadniczo świadczenie usług bankowych na rzecz państwa i jego najważniejszych instytucji, w tym prowadzenie obsługi kasowej budżetu państwa, zarządzanie rezerwami walutowymi, a także współudział w prowadzeniu polityki gospodarczej państwa, w tym przede wszystkim realizacja polityki pieniężnej.

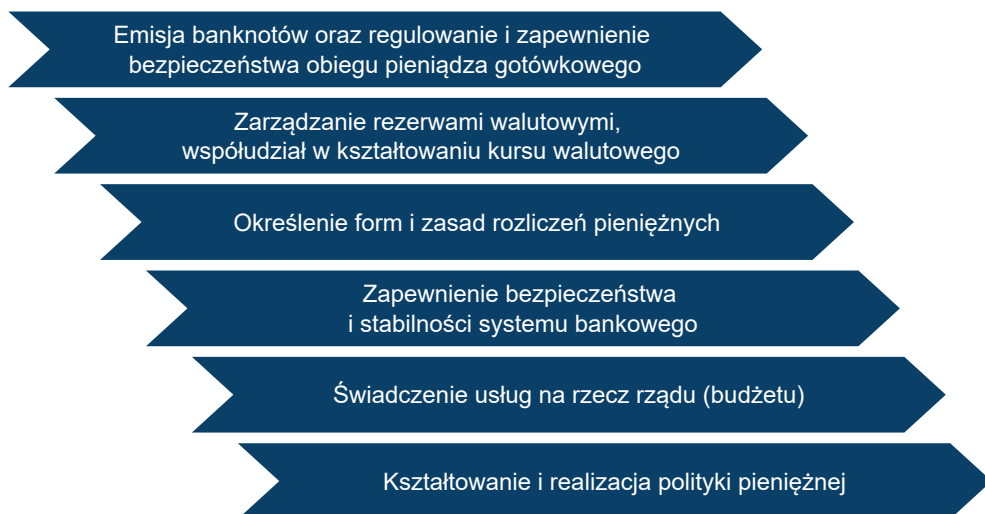
Ostatnią rolą banku centralnego jest bycie **bankiem banków**. Bank centralny prowadzi rachunki banków komercyjnych, współtworzy systemy rozliczeń pieniężnych, a także działa jako kredytodawca ostatniej instancji – zasila banki w zasoby płynności w sytuacji nagłego jej braku.

W ramach ww. ról bank centralny pełni funkcje, czyli wykonuje zadania określone w przepisach prawnych (rysunek 3.2).



Rysunek 3.1. Role banku centralnego

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 3.2. Funkcje banku centralnego

Źródło: opracowanie własne.

Historycznie najstarszym zadaniem wykonywanym nadal przez bank centralny jest **emisja pieniądza**. Aby zrozumieć, czym jest emisja pieniądza, warto najpierw po krótku zdefiniować, że pieniądz to powszechnie akceptowany środek zwalniania ze zobowiązań. W definicji funkcjonalnej podkreśla się, że pieniądz musi pełnić jednocześnie następujące funkcje:

- płatniczą (możliwość zwalniania ze zobowiązań),
- cyrkulacyjną (możliwość wielokrotnego wykorzystywania tej samej jednostki pieniężnej do regulowania zobowiązań),
- obrachunkową (miernika wartości),
- tezauryzacyjną (inaczej skarbienia – możliwość przechowywania wartości w czasie).

Dawniej zdolność pieniądza do zwalniania ze zobowiązań wynikała z faktu, że miał on postać głównie monet wykonanych z metali szlachetnych, których wartość wynikała z ceny samego kruszcu (o czym była mowa w rozdział 1). Współczesny pieniądz jest tzw. pieniądzem fiducjarnym (łac. *fides* – wiara), co oznacza, że nie ma on odzwierciedlenia w dobrach materialnych (na przykład metalach szlachetnych), a jego wartość wynika z przepisów prawa, które określają, że jest on walutą, czyli jednostką monetarną obowiązującą na terenie danego kraju i na jego terytorium stanowi legalny środek płatniczy. Zatem zdolność współczesnego pieniądza do zwalniania ze zobowiązań wynika z przepisów prawa, a jego wartość – z zaufania do emitenta, czyli banku centralnego i państwa, które ten bank reprezentuje.

Współczesne banki centralne emitują z mocy prawa pieniądz fiducjarny pod postacią banknotów (pieniądza papierowego) oraz bilonu (pieniądza zdawkowego, tj. pieniądza metalowego wykonanego z metali nieszlachetnych) i są zobowiązane do zapewnienia bezpieczeństwa obrotu gotówkowego. Oprócz tego bank centralny ma prawo emitować pieniądz bezgotówkowy przede wszystkim poprzez udzielanie bankom komercyjnym kredytu refinansowego czy też poprzez zakup od nich papierów wartościowych.

Elementem polityki gospodarczej państwa jest polityka kursowa, której zadaniem jest osiągnięcie wybranych celów makroekonomicznych państwa za pomocą kursu walutowego, czyli ceny waluty krajowej w stosunku do walut obcych. Bank centralny **współuczestniczy w prowadzeniu polityki kursowej** wraz z władzą wykonawczą, co wynika przede wszystkim z faktu, że jako **bank państwa zarządza w jego imieniu rezerwami walutowymi**. Każdy kraj, dla zapewnienia swojej wypłacalności międzynarodowej oraz wymienialności swojej waluty, gromadzi takie rezerwy, na które składają się w głównej mierze zagraniczne środki płatnicze (najczęściej w walutach dewizowych, takich jak: dolar amerykański, euro, funt brytyjski, frank szwajcarski, jen japoński), a także

złoto monetarne oraz udziały danego kraju w Międzynarodowym Funduszu Walutowym. Bank centralny zarządza takimi rezerwami, dokonując odpowiedniej ich alokacji, a także wykorzystuje je do przeprowadzenia interwencji walutowych. Przykładowo, bank centralny może sprzedawać część posiadanych rezerw, czego skutkiem będzie wzrost wartości waluty krajowej. Wzrost wartości waluty krajowej wynika z faktu, że bank centralny otrzymuje zapłatę w tej walucie, a przez to ogranicza jej ilość w obiegu – im mniejsza podaż waluty krajowej, tym wyższa jej cena.

Bank centralny odgrywa również kluczową rolę w **systemach rozliczeń pieniężnych**. Wynika to z faktu, że każdy bank komercyjny funkcjonujący w danym kraju jest zobowiązany do posiadania rachunku bankowego w banku centralnym. Dzięki temu bank centralny może dokonywać rozrachunków pomiędzy bankami poprzez przeksięgowanie określonej kwoty z rachunku jednego banku na rachunek drugiego.

Banki centralne są również odpowiedzialne za **bezpieczeństwo i stabilność systemów bankowych**. Współcześnie banki te współtworzą tzw. sieć bezpieczeństwa finansowego (*safety net*), czyli zbiór instytucji, których działania mają zapewnić bezpieczeństwo uczestników rynku finansowego.

Dodatkowo banki centralne **świadczą usługi bankowe na rzecz rządu**, co wynika z roli banku państwa. Do usług tych można zaliczyć w szczególności: prowadzenie rachunków budżetu państwa, a także funduszy celowych, jak również dokonywanie operacji związanych z długiem publicznym (na przykład występowanie jako agent emisji bonów skarbowych i hurtowych obligacji skarbowych). Należy jednak zaznaczyć, że bank centralny nie powinien (w UE nie może) finansować deficytu budżetowego państwa. Nie może zatem udzielać kredytu rządowi ani nabywać na rynku pierwotnym skarbowych papierów wartościowych, gdyż takie działania oznaczają wprowadzanie do obrotu pieniądza bez pokrycia i skutkują inflacją. Jednak banki centralne mogą nabywać skarbowe walory na rynku wtórnym (z obrotu), dzięki czemu mogą regulować ilość pieniądza w obiegu i działać ekspansywnie na gospodarkę. Działania takie są stosowane przez wiele banków centralnych na świecie, w szczególności w okresach kryzysów gospodarczych, i określa się je mianem luzowania ilościowego (*quantitative easing*).

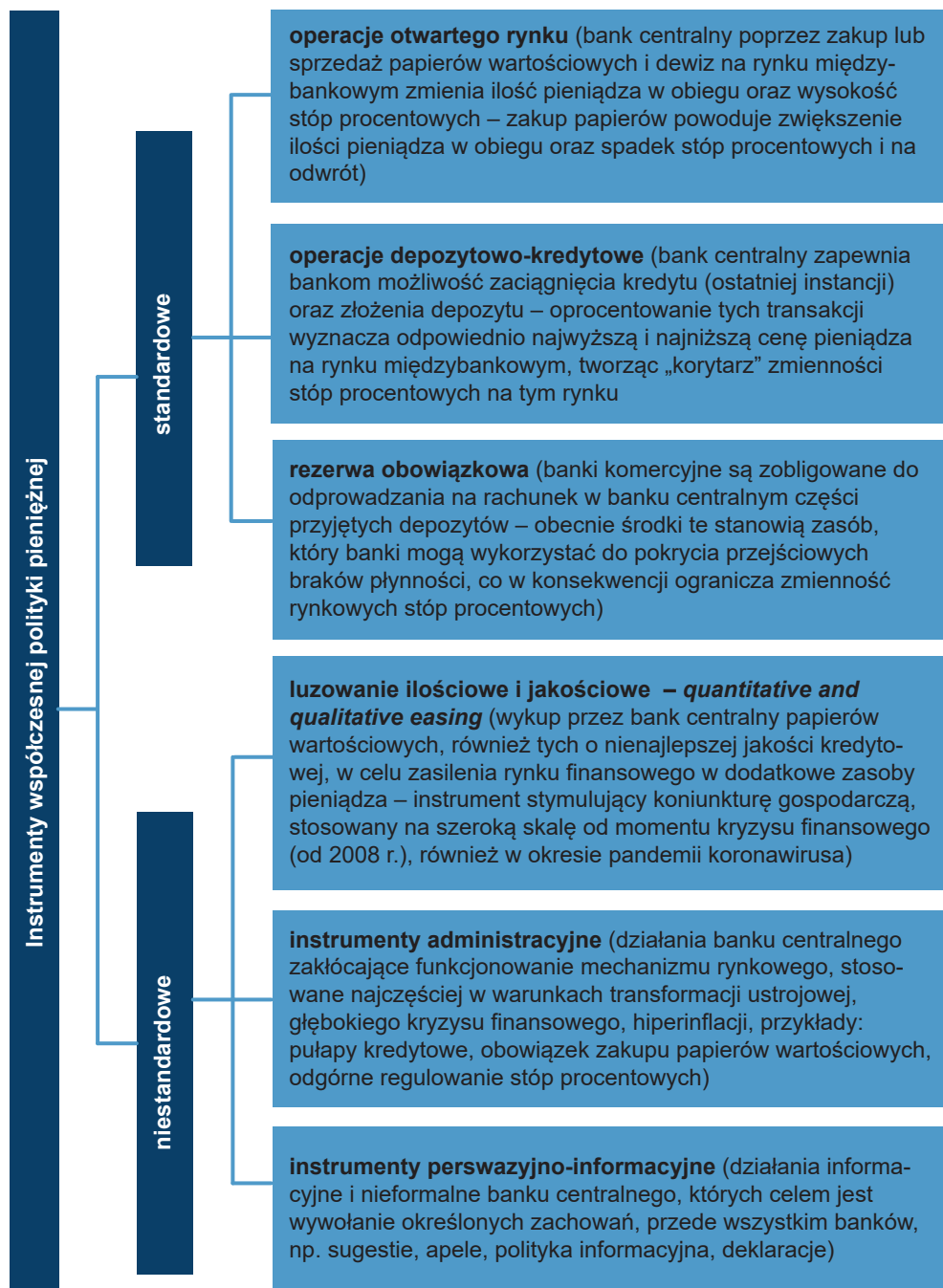
Opisane wcześniej zadanie banku centralnego, jakim jest emisja pieniądza, jest z jednej strony przywilejem, ale z drugiej strony nakładą na bank centralny obowiązek dbania o wartość emitowanego pieniądza. Zadanie to w praktyce sprowadza się do **kształtowania i realizacji polityki pieniężnej**, która wraz z polityką budżetową i kursową stanowi element polityki gospodarczej państwa.

Polityka pieniężna to działalność banku centralnego w imieniu państwa, która polega na wyborze makroekonomicznych celów pieniężnych i dążeniu do ich osiągnięcia poprzez odpowiednie kształtowanie podaży pieniądza i popytu na pieniądź z wykorzystaniem instrumentów administracyjnych i rynkowych.

Celem makroekonomicznym polityki pieniężnej jest współcześnie najczęściej stabilność cen. Bank centralny ma zatem przeciwdziałać występowaniu nadmiernej inflacji, czyli zjawiska oznaczającego wzrost ogólnego poziomu cen następującego w kolejnych okresach. Zwykle bank centralny może wspierać inne cele polityki gospodarczej państwa, jednakże pod warunkiem zapewnienia stabilnego poziomu cen.

Bank centralny steruje podażą pieniądza (ilością pieniądza w obiegu) oraz popytem na pieniądź (zapotrzebowaniem podmiotów gospodarczych na pieniądź). Kategorią równoważącą popyt i podaż jest cena – w tym przypadku ceną pieniądza jest stopa procentowa. Dla osiągnięcia celu polityki pieniężnej bank centralny wykorzystuje przypisane mu przez prawo instrumenty (rysunek 3.3).

Najważniejszymi obecnie instrumentami są **operacje otwartego rynku**, których istota polega na sprzedaży lub kupnie papierów wartościowych od banków komercyjnych, czego skutkiem jest zmiana płynności sektora bankowego (ilość pieniądza w obiegu) oraz zmiana stóp procentowych. Ponadto bank centralny wykorzystuje operacje depozytowo-kredytowe (banki mają możliwość złożenia w banku centralnym depozytu lub wzięcia kredytu) oraz rezerwę obowiązkową (obowiązek odprowadzania do banku centralnego przez banki określonej części przyjętych depozytów). W uproszczeniu, za pomocą swoich instrumentów bank centralny wpływa poprzez system bankowy na stopy procentowe w gospodarce (ceny kredytów) oraz dostępność kredytów. Działania te mają na celu ożywianie lub hamowanie aktywności gospodarczej przedsiębiorstw i gospodarstw domowych – w zależności od potrzeb gospodarki i kierunków polityki gospodarczej państwa. Decyzje dotyczące stosowania poszczególnych instrumentów, w tym przede wszystkim określające wysokość stóp procentowych, są podejmowane we współczesnych bankach centralnych przez tzw. komitety monetarne (w Polsce Rada Polityki Pieniężnej). Komitety te są organami kolegialnymi składającymi się z ekspertów z zakresu ekonomii i finansów, którzy dbając o skuteczność polityki pieniężnej, ukierunkowanej na przeciwdziałanie inflacji, powinni zachowywać niezależność od organów władzy wykonawczej.



Rysunek 3.3. Instrumenty współczesnej polityki pieniężnej

Źródło: opracowanie własne.

3.3. Produkty i operacje bankowe

Jak wynika z definicji zawartej w art. 2 ustawy Prawo bankowe, działalność banku komercyjnego polega na wykonywaniu **czynności bankowych** obciążających ryzykiem środki powierzone pod jakimkolwiek tytułem zwrotnym. Zakres działalności banków w formie spółki akcyjnej jest określony w ustawie Prawo bankowe i obejmuje czynności bankowe *sensu stricto* (Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r., art. 5, ust. 1) i *sensu largo* (Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r., art. 5, ust. 2). Czynności *sensu stricto* to czynności przeznaczone tylko dla banków, czynności *sensu largo* – także dla innych podmiotów niż banki.

Przepisy ustawy Prawo bankowe odnoszą się do banków komercyjnych, banków spółdzielczych i spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych. Z kolei dodatkowe przepisy określające zakres działalności banków spółdzielczych zawarto w ustawie o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających. Zgodnie z nimi banki spółdzielcze mogą wykonywać czynności zdefiniowane w Prawie bankowym, z tym że na wykonywanie niektórych z nich muszą otrzymać zgodę banku zrzeszającego. Natomiast zakres czynności bankowych, które mogą być wykonywane przez spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe, jest jeszcze węższy i został zdefiniowany w ustawie o spółdzielczych kasach oszczędnościowo-kredytowych.

Czynnościami bankowymi *sensu stricto* są:

- przyjmowanie wkładów pieniężnych płatnych na żądanie lub z nadejściem oznaczonego terminu oraz prowadzenie rachunków tych wkładów;
- prowadzenie innych rachunków banków;
- udzielanie kredytów;
- udzielanie i potwierdzanie gwarancji bankowych oraz otwieranie i potwierdzanie akredytyw;
- emitowanie bankowych papierów wartościowych;
- przeprowadzanie bankowych rozliczeń pieniężnych;
- wykonywanie innych czynności przewidzianych wyłącznie dla banku w odrębnych ustawach.

Czynności uznawane za bankowe, jeżeli wykonywane są przez banki, to **czynności *sensu largo***, do których są zaliczane:

- udzielanie pożyczek pieniężnych;
- operacje czekowe i wekslowe oraz operacje, których przedmiotem są warranty;
- świadczenie usług płatniczych oraz wydawanie pieniądza elektronicznego;
- terminowe operacje finansowe;

- nabywanie i zbywanie wierzytelności pieniężnych;
- przechowywanie przedmiotów i papierów wartościowych oraz udostępnianie skrytek sejfowych;
- prowadzenie skupu i sprzedaży wartości dewizowych;
- udzielanie i potwierdzanie poręczeń;
- wykonywanie czynności zleconych, związanych z emisją papierów wartościowych;
- pośrednictwo w dokonywaniu przekazów pieniężnych oraz rozliczeń w obrocie dewizowym.

Do innych uprawnień banków i rodzajów działalności niebędących czynnościami bankowymi, które banki mogą wykonywać (Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r., art. 6, ust. 1) należą:

- obejmowanie lub nabywanie akcji i praw z akcji, udziałów innej osoby prawnej i jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych;
- zaciąganie zobowiązań związanych z emisją papierów wartościowych;
- dokonywanie, na warunkach uzgodnionych z dłużnikiem, zamiany wierzytelności na składniki majątku dłużnika;
- nabywanie i zbywanie nieruchomości;
- świadczenie usług konsultacyjno-doradczych w sprawach finansowych;
- świadczenie usług zaufania oraz wydawanie środków identyfikacji elektronicznej w rozumieniu przepisów o usługach zaufania;
- świadczenie innych usług finansowych;
- wykonywanie innych czynności, jeżeli przepisy odrębnych ustaw uprawniają je go tego.

Do zadań **banków spółdzielczych** należą:

- przyjmowanie wkładów pieniężnych płatnych na żądanie lub z nadejściem oznaczonego terminu oraz prowadzenie rachunków tych wkładów;
- prowadzenie innych rachunków bankowych;
- udzielanie kredytów;
- udzielanie i potwierdzanie gwarancji bankowych;
- przeprowadzanie bankowych rozliczeń pieniężnych;
- udzielanie pożyczek i kredytów konsumenckich w rozumieniu przepisów odrębnej ustawy;
- operacje czekowe i wekslowe;
- świadczenie usług płatniczych oraz wydawanie pieniądza elektronicznego w rozumieniu ustawy z dnia 19 sierpnia 2011 r. o usługach płatniczych;
- nabywanie i zbywanie wierzytelności pieniężnych;
- przechowywanie przedmiotów i papierów wartościowych oraz udostępnianie skrytek sejfowych;

- udzielanie i potwierdzanie poręczeń;
- wykonywanie innych czynności bankowych w imieniu i na rzecz banku zrzeszającego.

Operacje finansowe banków ze względu na przedmiot działania można podzielić na: **czynne (aktywne), bierne (pasywne) i pośredniczące (zlecone)**. W przypadku **operacji czynnych** bank udziela kredytów, lokuje pieniądze na rynku międzybankowym oraz kupuje papiery wartościowe. Działania te mają na celu zwiększenie dochodu banku przez pobieranie opłat wynikających z oprocentowania i prowizji. **Operacje bierne** to przede wszystkim działalność depozytowa banków. Banki gromadzą depozyty klientów, zaciągają pożyczki na rynku międzybankowym oraz emitują obligacje bankowe. Operacje bierne mają na celu pozyskanie kapitałów służących bankom do przeprowadzania operacji aktywnych. **Operacje pośredniczące** bank wykonuje na zlecenie swoich klientów. Do operacji tych można zaliczyć m.in. rozliczenia pieniężne, doradztwo finansowe, udostępnianie skrytek sejfowych. Operacje te pozwalają na zwiększenie zakresu oferowanych usług przez banki.

Banki oferują bardzo zróżnicowany pakiet usług, zależny od oczekiwań klienta i specyfiki danego banku. Wszystkie usługi bankowe można podzielić na:

- operacje finansujące, które są związane ze zwiększeniem środków płatniczych klientów, udzielaniem produktów kredytowych;
- operacje depozytowe, które umożliwiają klientom złożenie w bankach wolnych środków pieniężnych;
- obsługę transferów płatniczych realizowanych na zlecenie klientów, wykonywanie operacji płatniczych oraz rozrachunkowych na rachunkach płatniczych;
- usługi różne, takie jak doradztwo finansowe, dostarczanie informacji, pośredniczenie na rynku kapitałowym, wynajem skrytek sejfowych.

3.4. Rodzaje kredytów bankowych

Kredyt bankowy to pisemna umowa zawarta między konsumentem a bankiem. Na podstawie zawartej umowy bank zobowiązuje się do udostępnienia określonej kwoty pieniężnej na określony czas. Natomiast kredytobiorca jest zobowiązany do wykorzystania otrzymanych środków zgodnie z ich przeznaczeniem określonym w warunkach umowy oraz do ich zwrotu wraz z należnym bankowi wynagrodzeniem w postaci prowizji oraz odsetek. Kredyt bankowy

cechuje **celowość, zwrotność, terminowość, odpłatność i zabezpieczenie**. **Celowość** dotyczy finansowania za pomocą kredytu konkretnego celu, potrzeby, przedsięwzięcia. **Zwrotność** odnosi się do zobowiązania do spłaty kwoty udzielonego kredytu wraz z kosztami dodatkowymi w ustalonym wcześniej terminie. **Terminowość** określa termin spłaty zaciągniętego zobowiązania wraz z odsetkami. **Odpłatność** oznacza wynagrodzenie za użyczenie kapitału w postaci pieniądza, bank zazwyczaj pobiera prowizję od przyznanej kwoty kredytu i odsetki za wykorzystanie kapitału. **Zabezpieczenie** dotyczy formy zabezpieczenia, jaką bank wybierze na wypadek braku spłaty kredytu przez kredytobiorcę.

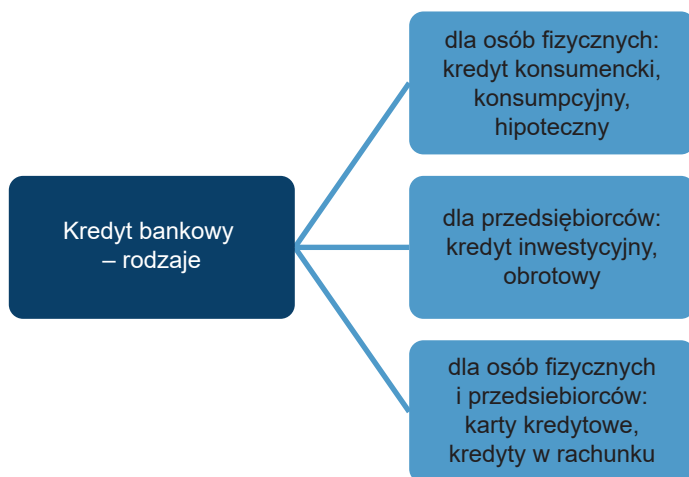
W **umowie kredytu** bank zobowiązuje się oddać do dyspozycji kredytobiorcy na czas oznaczony kwotę środków pieniężnych z przeznaczeniem na ustalony cel, a kredytobiorca zobowiązuje się do korzystania z niej na warunkach określonych w tej umowie, zwrotu kwoty wykorzystanego kredytu wraz z odsetkami w oznaczonych terminach spłaty oraz zapłaty prowizji od udzielonego kredytu. **Umowa kredytu** powinna być zawarta na piśmie i określać w szczególności: strony umowy, kwotę i walutę kredytu, cel, na który kredyt został udzielony, zasady i termin spłaty kredytu, wysokość oprocentowania kredytu i warunki jego zmiany, sposób zabezpieczenia spłaty kredytu, zakres uprawnień banku związanych z kontrolą wykorzystania i spłaty kredytu, terminy i sposób postawienia do dyspozycji kredytobiorcy środków pieniężnych, wysokość prowizji, jeżeli umowa ją przewiduje, warunki dokonywania zmian i rozwiązania umowy.

Kredyt pełni **funkcję emisyjną, dochodową, interwencyjną oraz kontrolną**. **Funkcja emisyjna** polega na tym, że kredyt jest źródłem kreacji pieniądza bezgotówkowego. Udzielenie kredytu wprowadza do obiegu nowy pieniądź. **Funkcja dochodowa** polega na tym, że kredyt tworzy dodatkowe dochody kredytobiorcy. Prowadzi do zwiększenia popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego oraz rekompensuje spadek popytu wynikający z tworzenia oszczędności i rezerw. **Funkcja interwencyjna** polega na tym, że w gospodarce rynkowej polityka kredytowa może służyć do osłabiania zaburzeń koniunkturalnych, kredyt (poprzez wysokość jego oprocentowania) stanowi narzędzie oddziaływania na popyt na pieniądź, więc może być wykorzystywany przy przywracaniu równowagi rynkowej. **Funkcja kontrolna** polega na tym, że bank udzielający kredytu ma prawo wglądu w działalność jednostek gospodarczych oraz poszczególnych kredytobiorców w celu badania zdolności kredytowej.

Kredyty bankowe można podzielić na kredyty dla osób fizycznych i kredyty dla przedsiębiorców (rysunek 3.4). Przez umowę o **kredyt konsumencki** rozumie się w świetle ustawy o kredycie konsumenckim kredyt udzielany na cele niezwiązane z prowadzoną przez kredytobiorcę działalnością gospodarczą.

W świetle ustawy jest to również kredyt niezabezpieczony hipoteką. Kredyt konsumencki mogą zaciągać wyłącznie osoby fizyczne. Maksymalną kwotą kredytu konsumenckiego jest 255 550 zł (stan na luty 2021). Za kredyt konsumencki uznaje się:

- umowę pożyczki;
- umowę kredytu w rozumieniu przepisów prawa bankowego;
- umowę o odroczenie konsumentowi terminu spełnienia świadczenia pieniężnego, jeżeli konsument jest zobowiązany do poniesienia jakichkolwiek kosztów związanych z odroczeniem spełnienia świadczenia;
- umowę o kredyt, w której kredytodawca zaciąga zobowiązanie wobec osoby trzeciej, a konsument zobowiązuje się do zwrotu kredytodawcy spełnionego świadczenia;
- umowę o kredyt odnawialny.



Rysunek 3.4. Rodzaje kredytów bankowych

Źródło: opracowanie własne.

Kredyt konsumpcyjny jest najczęściej udzielanym kredytem bankowym dla klientów indywidualnych. Kredyty konsumpcyjne zaciągane są na cel dowolny, a jego zabezpieczeniem są najczęściej dochody kredytobiorcy lub poręczania. Kredyt konsumpcyjny nie stanowi kredytu konsumenckiego w rozumieniu przepisów prawa. **Kredyt hipoteczny** to długoterminowy kredyt bankowy, którego zabezpieczeniem jest hipoteka ustanowiona na rzecz banku kredytującego. Kredyt hipoteczny może być przeznaczony m.in. na zakup nieruchomości na rynku pierwotnym lub wtórnym, na budowę domu, zakup działki budowlanej, na remont lub adaptację budynku. **Kredyt inwestycyjny** jest udzielany na

finansowanie przedsięwzięć inwestycyjnych związanych z prowadzoną działalnością gospodarczą lub zarobkową. **Kredyt obrotowy** jest przeznaczony na finansowanie bieżącej działalności przedsiębiorstwa i pozwala przedsiębiorstwu zapewnić płynność finansową. **Karta kredytowa** to środek płatniczy, w którym bank udostępnia określony limit środków po wcześniejszej weryfikacji zdolności kredytowej wnioskodawcy. Karta kredytowa pozwala na spłatę poczynionych wydatków w odroczonym terminie. **Limit w koncie** to dodatkowe środki do wykorzystania na rachunku bankowym, udzielone na podstawie oceny zdolności kredytowej wnioskodawcy. Limit zwiększa saldo dostępne na koncie, jest to odnawialna forma kredytu.

Umowa kredytu nie jest synonimem umowy pożyczki (tabela 3.1).

Przez **umowę pożyczki** dający pożyczkę zobowiązuje się przenieść na własność biorącego określoną ilość pieniędzy albo rzeczy oznaczonych tylko co do gatunku, a biorący zobowiązuje się zwrócić tę samą ilość pieniędzy albo tę samą ilość rzeczy tego samego gatunku i tej samej jakości.

Na podstawie umowy kredytu bank oddaje do dyspozycji kwotę kredytu, natomiast zgodnie z umową pożyczki pożyczkodawca przenosi na pożyczkobiorcę własność pieniędzy.

Tabela 3.1. Kredyt a pożyczka

Cecha	Kredyt	Pożyczka
Kto udziela zobowiązania	bank	instytucja lub osoba
Przeznaczenie	określone w umowie	dowolne
Regulacje prawne	prawo bankowe	kodeks cywilny
Rodzaj umowy	forma pisemna/dokumentowa	dowolna forma – ustna, pisemna/dokumentowa (art. 720 KC: wymagana od kwoty 1 tys. zł)
Koszty	provizja i odsetki określone w umowie	może być nieodpłatna
Forma zobowiązania	pieniężna	pieniężna lub inne rzeczy oznaczone co do gatunku lub zbioru rzeczy

Źródło: opracowanie własne.

Wnioskowanie o produkty kredytowe wymaga przeprowadzenia **analizy zdolności kredytowej i wiarygodności kredytowej klientów**. Banki mogą dokonywać oceny zdolności kredytowej metodami matematyczno-statystycznymi lub opisowymi. Ponadto banki podejmują swoje decyzje na podstawie danych,

które są przetwarzane przez bazy gromadzące dane o kredytobiorcach: **Biuro Informacji Kredytowej** oraz **Biura Informacji Gospodarczej**.

3.5. Formy lokowania oszczędności

Sposoby oszczędzania w Polsce można podzielić na bankowe i inwestycyjne. Pierwszy z nich polega na lokowaniu oszczędności poprzez wykorzystanie przeróżnych ofert bankowych. Drugi dotyczy inwestowania w różne instrumenty finansowe (akcje, obligacje, bony) indywidualnie lub poprzez fundusze inwestycyjne*.

Rachunki terminowych lokat oszczędnościowych (dla osób fizycznych) oraz **rachunki lokat terminowych** (dla osób prawnych) służą do gromadzenia środków pieniężnych przez z góry określony czas wynikający z umowy zawartej z bankiem.

Na podstawie prowadzonego rachunku bankowego bank może zaoferować **rachunek oszczędnościowy a vista**, który pozwala na oprocentowanie środków oraz daje dużą swobodę korzystania ze zgromadzonego kapitału. Klient nie deklaruje okresu utrzymywania środków na rachunku oszczędnościowym i ma pełną swobodę wpłat i wypłat środków. W ofercie banków znajdują się również **lokaty terminowe**. Lokata może zostać założona jako nieodnawialna lub odnawialna. Po upływie okresu umownego lokaty odnawialnej bank przedłuży ją automatycznie na taki sam okres, na warunkach obowiązujących w dniu odnowienia. Odsetki od lokaty są wypłacane po zakończeniu umowy lokaty na wskazany rachunek. W przypadku gdy lokata została założona jako odnawialna, odsetki mogą zasilić kapitał lokaty, dzięki czemu zysk w kolejnym okresie umownym lokaty będzie naliczany od większej kwoty.

W przypadku lokaty terminowej obowiązują następujące zasady: w okresie umownym nie ma możliwości dopłat ani wypłat z lokaty, wypłata środków przed upływem okresu umownego oznacza likwidację lokaty, w przypadku likwidacji lokaty przed upływem okresu umownego klient otrzymuje zwrot wpłaconego kapitału bez odsetek, naliczenie odsetek (kapitalizacja) następuje na zakończenie okresu umownego, po zakończeniu okresu umownego środki lokaty wraz z należnymi odsetkami są przekazywane na wskazany rachunek, zysk z lokaty podlega opodatkowaniu podatkiem dochodowym w wysokości 19%.

* Instrumenty te będą opisane w kolejnym rozdziale.

W ofercie banków znajduje się wiele rodzajów lokat dla osób indywidualnych. Przykładowo lokata negocjowana umożliwia indywidualne ustalenie warunków otwarcia, w tym stawek oprocentowania, w zależności od okresu umownego lokaty i wielkości zdeponowanych środków oraz na podstawie stawek obowiązujących na rynku międzybankowym (m.in. WIBID i WIBOR) (tabela 3.2).

Tabela 3.2. Sposób obliczania stóp procentowych rynku międzybankowego

Rodzaj stopy referencyjnej	
WIBID – Warsaw Interbank Bid Rate	WIBOR – Warsaw Interbank Offer Rate
Określa referencyjną wysokość oprocentowania lokat na polskim rynku międzybankowym, wyznaczana jako średnia arytmetyczna na podstawie kwotowań uczestników fixingu stawek referencyjnych; stawka WIBID jest ustalana zgodnie z Regulaminem Stawek Referencyjnych WIBID i WIBOR o godzinie 11:00 w dni robocze. Stawki WIBID: ON, TN, SW, 1M, 3M, 6M, 1R	Określa koszt pozyskania pieniądza przez Bank na rynku międzybankowym. WIBOR jest wyznaczany jako średnia arytmetyczna na podstawie kwotowań uczestników fixingu stawek referencyjnych; stawka WIBOR jest ustalana zgodnie z Regulaminem Stawek Referencyjnych WIBID i WIBOR o godzinie 11:00 w dni robocze. Stawki WIBOR: ON, TN, SW, 1M, 3M, 6M, 1R

Lokata strukturyzowana składa się z dwóch części: bezpiecznej, będącej odpowiednikiem lokaty bankowej, która na koniec okresu umownego jest w stanie zapewnić 100% ochrony kapitału; inwestycyjnej, umożliwiającej osiągnięcie z góry określonego zysku (oprocentowania) w przypadku realizacji określonej strategii inwestycyjnej. Warunki oferowania lokat strukturyzowanych zostały określone w Prawie bankowym. Mają one na celu ochronę klientów nieprofesjonalnych, którzy nie posiadają wiedzy i doświadczenia pozwalających na podejmowanie właściwych decyzji w zakresie lokat strukturyzowanych, jak również na właściwą ocenę ryzyka związanego z tymi decyzjami. **Lokata narastająca** (progresywna) charakteryzuje się stałym oprocentowaniem, ale rosnącym z każdym miesiącem utrzymywania środków. W każdym kolejnym miesiącu utrzymywania lokaty odsetki są naliczane według wyższej stopy procentowej. **Lokata automatyczna** jest zakładana automatycznie przez bank, gdy środki na koncie klienta przekroczą ustalone saldo. **Lokaty elastyczne** mogą w różnych bankach przybierać odmienne formy. Mogą się charakteryzować zmiennym oprocentowaniem zależnym od stawki WIBOR i marży oferowanej przez bank. Mogą też być tak skonstruowane, że w przypadku zerwania umowy przed terminem dają gwarancję wypłaty odsetek w wysokości nieznacznie obniżonej w stosunku do ich wartości pierwotnej.

Aby klienci decydowali się na gromadzenie swoich oszczędności w bankach, muszą się one cieszyć zaufaniem. Klient oczekuje zapewnienia, że w razie kryzysu czy upadłości banku odzyska zdeponowane w nim pieniądze. Wzmocnieniu

zaufania klienta do systemu bankowego ma służyć działalność **Bankowego Funduszu Gwarancyjnego**. Ochronie gwarancyjnej BFG podlegają środki pieniężne zgromadzone przez deponenta na rachunkach bankowych w bankach komercyjnych i spółdzielczych lub na rachunkach w spółdzielczej kasie oszczędnościowo-kredytowej (złotowe i walutowe), w przypadku których deponent jest stroną umowy. Kwota środków nieprzekraczająca równowartości 100 000 euro (stan na luty 2021) jest gwarantowana w całości na jednego deponenta.

3.6. Płatności bezgotówkowe, aplikacje mobilne i karty płatnicze

Usługi bankowości internetowej i mobilnej należą do szerszej rodziny **usług bankowości elektronicznej**. Pojęcie to zostało zdefiniowane na początku wdrażania rozwiązań informatycznych w bankach. Dzięki dynamicznie przeprowadzonemu na przełomie wieków procesowi informatyzacji działalności bankowej możliwe było ich świadczenie i szybka popularyzacja. Obecnie największą popularność osiągnęły trzy rodzaje usług objętych tym pojęciem. Są to według liczebności: usługi związane z wykorzystywaniem przez klientów **kart płatniczych**, **usługi bankowości internetowej** oraz **usługi bankowości mobilnej**.

Wykorzystanie kart płatniczych obejmuje głównie transakcje zaliczane do obrotu bezgotówkowego, ale także do świadczenia usług gotówkowych, w różnego rodzaju automatach (wpłatomaty, ATM) oraz usługach informacyjnych i pozafinansowych (głównie z zakresu *e-government* i świadczenia usług komunalnych). Na rynku pojawia się coraz więcej możliwości i innowacji w płatnościach bez użycia gotówki. **Karta płatnicza** jest instrumentem płatniczym wydawanym przez instytucje finansowe, najczęściej banki. Służy do regulowania należności za nabyte towary i usługi oraz podejmowania gotówki z bankomatów. Zatwierdzanie transakcji może nastąpić poprzez podanie kodu PIN lub poprzez zastosowanie technologii biometrycznej (m.in. biometria odcisku palca). Karty płatnicze można podzielić ze względu na sposób dokonywania rozliczeń z bankiem. Przykładowo **karta debetowa** to karta wydawana do konta bankowego. Wydatki realizowane tą kartą obciążają konto posiadacza karty. **Karta kredytowa** jest instrumentem płatniczym opartym na limicie kredytowym przyznawanym przez bank. Posiadacz karty kredytowej otrzymuje na koniec okresu rozliczeniowego wykaz transakcji wykonanych kartą oraz informacje dotyczące sposobu i terminu rozliczenia. Limit kredytowy wiąże się przeważnie

z dodatkowym oprocentowaniem, jednak klient może uniknąć konieczności spłaty odsetek od transakcji bezgotówkowych, jeżeli w określonym czasie (tzw. okres bezodsetkowy) spłaci 100% zobowiązań wobec banku. W Polsce okres bezodsetkowy wynosi przeważnie około 25 dni od daty rozliczenia. **Karty obciążeniowe** są to karty z odroczonym terminem płatności. Podobnie jak w przypadku karty kredytowej bank udziela klientowi limitu kredytowego, ale klient musi spłacić całość zaległości w wymaganym terminie płatności. Karta obciążeniowa najczęściej jest powiązana z rachunkiem bankowym. **Karty przedpłacone (typu prepaid)** umożliwiają dokonywanie płatności z wykorzystaniem środków dostępnych na przypisanym do karty rachunku płatniczym. Przed użyciem karty rachunek ten należy zasilić środkami, na przykład poprzez polecenie przelewu zlecone w serwisie bankowości internetowej lub w formie wpłaty gotówki w oddziale banku. **Karty wirtualne** przypominają pod względem funkcjonalności kartę przedpłaconą. Nie są one wydawane w fizycznej postaci i pozwalają na transakcje tylko online.

Usługi bankowości internetowej to wszelkie usługi świadczone przez banki za pośrednictwem internetu. Aby z nich korzystać, klient musi posiadać komputer lub urządzenie realizujące podobne funkcje, dostęp do internetu (możliwie jak najlepiej zabezpieczony) oraz odpowiednie oprogramowanie, czyli przynajmniej którąś z popularnych tzw. przeglądarek internetowych (oraz dodatkowo programy z kategorii *internet security*).

Usługi bankowości mobilnej pełnią taką samą funkcję jak usługi bankowości internetowej, z tym że aby z nich korzystać, należy posiadać odpowiednio skonfigurowany smartfon z dedykowaną aplikacją usługi bankowości. Innowacyjnym rozwiązaniem w zakresie bankowości mobilnej jest m.in. system płatności mobilnych BLIK. Z systemu BLIK mogą korzystać tylko klienci banków partnerskich. Transakcja w systemie płatności mobilnych jest realizowana między klientem posiadającym aktywną aplikację mobilną wydaną przez bank a akceptantem (sklepem) obsługiwany przez agenta rozliczeniowego. Mechanizm działania BLIK opiera się na autoryzacjach transakcji poprzez jednorazowe kody, które są generowane przez system Polskiego Standardu Płatności na żądanie banku. Jest to kombinacja sześciu cyfr w przedziale 0–9 i ważna tylko dwie minuty. Aplikacja BLIK umożliwia również łatwe dokonywanie przelewów znajomym, którzy też korzystają z aplikacji – aby dokonać przelewu, nie trzeba znać numeru rachunku bankowego tych osób, wystarczy, że znamy ich numer telefonu.

Pytania i zadania otwarte

1. Przedstaw, jak ewoluowały funkcje banku centralnego.
2. Wymień i krótko opisz role i funkcje współczesnych banków centralnych.
3. Przedstaw funkcje pieniądza.
4. Wymień i krótko opisz instrumenty współczesnej polityki pieniężnej.
5. Omów funkcje kredytu.
6. Jaką rolę odgrywa Bankowy Fundusz Gwarancyjny?
7. Wskaż cechy różniące kredyt od pożyczki.
8. Sprawdź, jak jest ustalana stawka WIBOR, od której często jest uzależnione oprocentowanie kredytów i lokat. Możesz skorzystać z: <https://gpwbenchmark.pl/> lub <https://pl.wikipedia.org/wiki/WIBOR>.
9. Sprawdź, na jakim poziomie kształtują się obecnie stopy procentowe banku centralnego (sprawdź na przykład na: <https://www.nbp.pl/>). Jak myślisz, dlaczego stopy te zostały obniżone wraz z początkiem pandemii koronawirusa?

Pytania zamknięte

- 3.1. Bank centralny jest kredytodawcą
 - a) pierwszej instancji,
 - b) drugiej instancji,
 - c) ostatniej instancji,
 - d) najwyższej instancji.
- 3.2. Emitentem pieniądza gotówkowego w Polsce jest
 - a) każdy bank komercyjny,
 - b) Narodowy Bank Polski,
 - c) Europejski Bank Centralny,
 - d) Bank PKO BP SA.
- 3.3. We współczesnych gospodarkach rynkowych najczęściej wykorzystywanym instrumentem polityki pieniężnej jest/są
 - a) kredyt refinansowy,
 - b) redyskonto weksli,
 - c) rezerwa obowiązkowa,
 - d) operacje otwartego rynku.
- 3.4. Spadek ogólnego poziomu cen nazywamy
 - a) inflacją,
 - b) depresją,
 - c) deflacją,
 - d) dezinflacją.

- 3.5. Decyzje dotyczące wysokości stóp procentowych w Polsce podejmuje
- Zarząd NBP,
 - Minister Finansów,
 - indywidualnie Prezes NBP,
 - Rada Polityki Pieniężnej.
- 3.6. Operacje bierne (pasywne) banków polegają na
- udzielaniu kredytów lub lokowaniu pieniędzy na rynku międzybankowym,
 - gromadzeniu kapitałów, m.in. z działalności depozytowej,
 - działaniach pośredniczących, jak m.in. doradztwo finansowe,
 - żadne z powyższych.
- 3.7. Bankowy Fundusz Gwarancyjny gwarantuje wypłatę środków w przypadku upadłości banku do kwoty nieprzekraczającej równowartości
- 100 000 euro na jednego deponenta,
 - 100 000 euro na jeden rachunek,
 - 50 000 euro na jednego deponenta,
 - 150 000 euro na jednego deponenta.
- 3.8. Kartą płatniczą, która ma wbudowany okres bezodsetkowy w płatnościach bezgotówkowych, jest
- karta debetowa,
 - karta przedpłacona,
 - karta kredytowa,
 - karta wirtualna.
- 3.9. Określ, czy poniższe zdania są prawdziwe (P), czy fałszywe (F)
- czynności bankowe sensu largo to czynności przeznaczone tylko dla banków,
 - kredyt konsumpcyjny jest tożsamy z kredytem konsumenckim,
 - kredyt bankowy to inaczej pożyczka bankowa,
 - udzielanie kredytów jest domeną tylko i wyłącznie banków,
 - bank centralny, chcąc wzmocnić wartość waluty krajowej, może sprzedać część swoich rezerw walutowych,
 - bank centralny, skupując papiery wartościowe, zwiększa podaż pieniądza w obiegu i przyczynia się do spadku stóp procentowych.

Zalecana literatura

- Przybylska-Kapuścińska, W. i Szyszko, M. (2017). *Współczesna polityka pieniężna. Perspektywa XXI wieku*. Warszawa: Difin.
- Sławiński, A. (2011). *Polityka pieniężna*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Skopowski, M. i Wiśniewski, M. (2014). Instrumenty współczesnej polityki pieniężnej. *Materiały Dydaktyczne*, 284. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.
- Zaleska, M. (red.). (2018). *Świat bankowości*. Warszawa: Difin.

Rozdział 4

RYNEK FINANSOWY

4.1. Istota rynku finansowego

Rynek finansowy to miejsce obrotu instrumentami finansowymi bądź inaczej mówiąc, miejsce, na którym dochodzi do wymiany kapitału poprzez transakcje kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych.

Współcześnie, w związku z dynamicznym rozwojem technologii informatycznych, trudno mówić o jednym, konkretnym możliwym do wskazania na mapie miejscu, gdzie owe transakcje są zawierane, gdyż znaczna ich część odbywa się w przestrzeni cyfrowej. Tym samym pod pojęciem rynku finansowego powinno się rozumieć całokształt procesów związanych z przepływem kapitału.

Kapitał w najszerszym rozumieniu to wszystkie zasoby służące pomnażaniu wartości gospodarczych, występujące pod trzema postaciami: zasobów pieniężnych, środków produkcji i zasobów intelektualnych*.

Rynek finansowy skupia się na pierwszej z wymienionych składowych kapitału – zasobach pieniężnych, nazywanych też środkami pieniężnymi lub po prostu pieniędzmi. Kapitały pieniężne mogą być krótko- lub długoterminowe. Kapitały krótkoterminowe są związane z tworzeniem i obiegiem pieniądza

* W drugim i trzecim przypadku mowa odpowiednio o rynku towarowym (produktów i usług) oraz o rynku pracy.

transakcyjnego i rezerwowego. W krótkim okresie (krócej niż rok) pieniądze wydajemy na realizację bieżących potrzeb konsumpcyjnych (na przykład na żywność, ubrania czy wakacje albo roczną składkę na ubezpieczenie samochodu czy domu). Kapitały długoterminowe służą finansowaniu rozwoju gospodarczego. W długim okresie (powyżej roku) zaciągamy kredyt na zakup mieszkania, systematycznie oszczędzamy na emeryturę czy inwestujemy w obligacje Skarbu Państwa lub akcje spółki giełdowej.

Transfer kapitału pieniężnego na rynku finansowym następuje za pośrednictwem instrumentów finansowych. Ceny, po których dokonuje się obrotu instrumentami finansowymi, kształtują się w wyniku działania siły popytu i podaży na te instrumenty. Za **podaż** kapitału na rynku finansowym odpowiadają kapitałodawcy, czyli podmioty dysponujące jego nadwyżkami. **Popyt** na kapitał tworzą zaś kapitałobiorcy, czyli podmioty potrzebujące kapitału. Do tych pierwszych zaliczymy na przykład gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa mające oszczędności, które chcą opłacalnie ulokować je na rynku finansowym, fundusze inwestycyjne lub emerytalne zarządzające środkami przyszłych emerytów lub banki udzielające kredytów. Do tych drugich zaliczymy gospodarstwa domowe zaciągające kredyt na budowę domu, przedsiębiorstwa poszukujące środków na nową linię produkcyjną lub państwo i jednostki samorządu terytorialnego poszukujące kapitału do sfinansowania rozwoju infrastruktury.

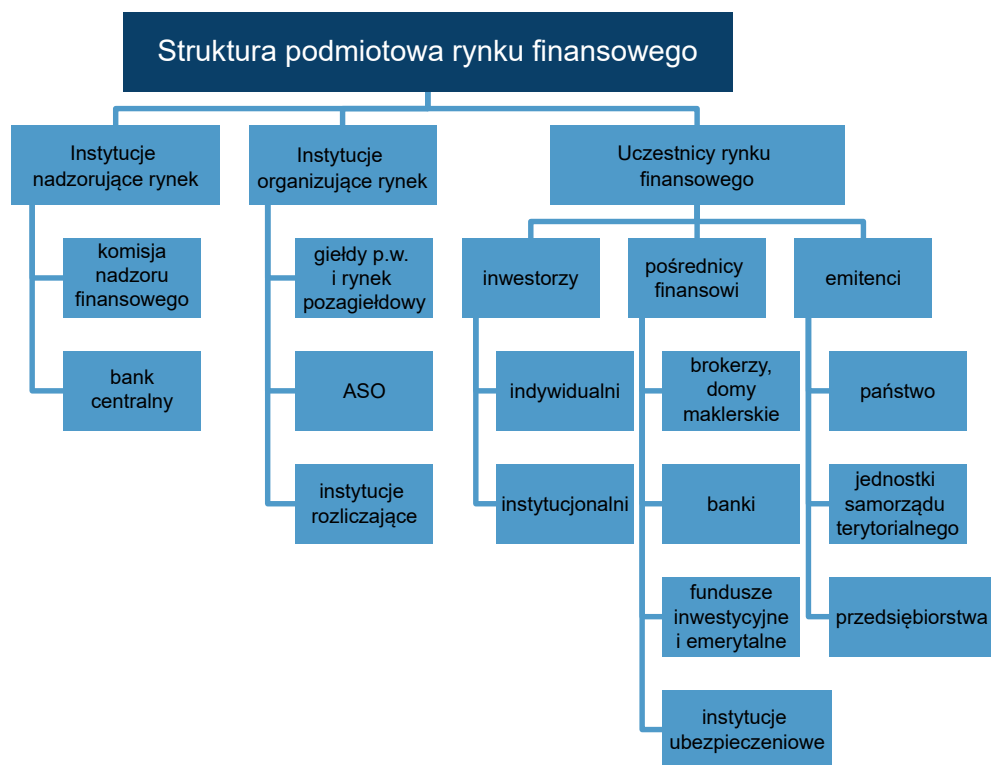
Podstawową **funkcją rynku finansowego** staje się pośredniczenie w przekazywaniu środków finansowych od kapitałodawców do kapitałobiorców. W ten sposób następuje mobilizacja kapitału i transformacja oszczędności w inwestycje. Ważnymi funkcjami rynku finansowego są też:

- Obrót pieniężny – obrót pieniądza może być gotówkowy lub bezgotówkowy. Wbrew pozorom klasyczny obrót gotówkowy jest stosunkowo drogi na tle innych możliwości zapewnianych przez system finansowy (składają się na to m.in. koszty wydruku banknotów, utrzymywania sieci bankomatów czy organizowania konwojów). Dlatego dziś, dzięki zaawansowanym technologiom informatycznym, instytucje finansowe umożliwiają bezpieczny, sprawny, szybki i tani przepływ bezgotówkowy kapitału pomiędzy różnymi uczestnikami rynku.
- Alokacja i wzrost efektywności kapitału – rynek finansowy stanowi swoisty system zapewniający, by środki finansowe były lokowane tam, gdzie mogą być najefektywniej wykorzystane. Zyskują na tym te sektory gospodarki lub podmioty, które zapewniają najbardziej efektywne wykorzystanie powierzono-ego kapitału. Te same środki zdeponowane przez jednego uczestnika rynku finansowego, na przykład w banku w formie depozytu, inny uczestnik może

pozyskać jako kredyt na zrealizowanie opłacalnej inwestycji (na przykład wybudowanie fabryki samochodów elektrycznych).

- Wycena kapitału i ryzyka – inwestycje finansowe niosą ze sobą ryzyko wynikające z niepewności co do efektów inwestycji w postaci stopy zwrotu, którą uda się wypracować. Efektywny rynek finansowy pozwala na obiektywną wycenę potencjału inwestycji i związanego z nią ryzyka.
- Barometr koniunktury – sytuacja na rynku finansowym jest narzędziem do prognozowania sytuacji gospodarczej (zwanej też koniunkturą gospodarczą) danego kraju. Szczególne znaczenie w tym zakresie mają wartości indeksów giełdowych, które pokazują koniunkturę giełdową niejednokrotnie dającą sygnały wyprzedzające zmiany koniunktury gospodarczej.

Rynek finansowy można rozpatrywać z punktu widzenia podmiotowego (podmiotów na nim działających) lub przedmiotowego (instrumentów, którymi się na nim obraca). Strukturę podmiotową i przedmiotową rynku finansowego przedstawiono na rysunku 4.1.



Rysunek 4.1. Struktura podmiotowa rynku finansowego

Źródło: opracowanie własne.

4.2. Podmioty na rynku finansowym

Strukturę podmiotową rynku finansowego tworzą instytucje nadzorujące i organizujące rynek finansowy oraz jego uczestnicy zaprezentowani na rysunku 4.1.

Instytucje nadzorujące rynek finansowy

Najstarszą instytucją nadzoru nad rynkiem finansowym jest United States Securities and Exchange Commission (w skrócie SEC) powstała w Stanach Zjednoczonych w 1934 r. Utworzono ją w konsekwencji krachu giełdowego w październiku 1929 r. i następującego po nim Wielkiego Kryzysu, który do dziś jest uważany za najbardziej dotkliwy w skutkach dla społeczeństwa i gospodarki Stanów Zjednoczonych. Uznano, że podmioty rynku finansowego muszą być nadzorowane, aby uniknąć podobnej sytuacji w przyszłości.

Najważniejsze cele nadzoru nad rynkiem finansowym to: zapewnienie jego prawidłowego funkcjonowania, stabilności i bezpieczeństwa, zapewnienie przejrzystości i zaufania do rynku finansowego, a także zapewnienie ochrony interesów uczestników tego rynku. Cele te są realizowane przez nadzorowanie organizatorów i uczestników rynku finansowego zgodnie z ustawą o nadzorze nad rynkiem finansowym, a także przez przekazywanie opinii publicznej rzetelnej informacji dotyczącej funkcjonowania rynku.

Najpopularniejszym podejściem do nadzoru nad rynkiem finansowym* jest podejście instytucjonalne (sektorowe). Skupia się ono na nadzorze poszczególnych rodzajów instytucji działających na rynku, tj. banków, firm inwestycyjnych, instytucji ubezpieczeniowych itd. Nadzór nad tymi podmiotami może być:

- specjalistyczny – w jego ramach występują oddzielne instytucje nadzoru dla podmiotów sektora bankowego, podmiotów rynku kapitałowego, ubezpieczeniowego itd. – ten typ nadzoru dominował do końca lat 80. XX w.;
- zintegrowany – obejmuje wszystkie te podmioty; jest popularny od lat 90. XX w.

* Oprócz podejścia instytucjonalnego wyróżniamy podejście funkcjonalne, w którym nadzór jest sprawowany pod kątem funkcji pełnionych na rynku (na przykład organizowanie systemu rozliczeń czy dostarczanie informacji o cenach). Trzecie podejście zaś skupia się na celach nadzoru (na przykład na ochronie inwestorów czy na stabilności mikro- lub makroekonomicznej). W obu podejściach w nadzorze często uczestniczy bank centralny.

Za wzór nowoczesnej zintegrowanej agencji nadzorczej w Europie jest uznawana Financial Conduct Authority z Wielkiej Brytanii, która nadzoruje jedno z najpotężniejszych centrów finansowych na świecie. W Polsce nadzór instytucjonalny i zintegrowany jest sprawowany od 2006 r. przez **Komisję Nadzoru Finansowego**. W Unii Europejskiej, na kanwie globalnego kryzysu finansowego z lat 2007–2009, który ujawnił liczne niedoskonałości nadzoru finansowego w krajach członkowskich UE, od 1 stycznia 2011 r. działa Europejski System Organów Nadzoru Finansowego złożony z trzech urzędów nadzorujących rynek kapitałowy, bankowy oraz ubezpieczeniowy. Oprócz tego w niektórych krajach nadzór nad rynkiem bankowym jest prowadzony przy udziale banków centralnych realizujących politykę mikro- i makroostrożnościową.

Instytucje organizujące rynek finansowy

Aby obrót instrumentami na rynku finansowym mógł przebiegać sprawnie, niezbędne jest działanie instytucji, które ten obrót organizują. Do obrotu papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi może dochodzić na rynku regulowanym (giełdowym lub pozagiełdowym) albo w alternatywnym systemie obrotu.

Mimo że **giełdy papierów wartościowych** (gpw, ang. *stock exchange*) kojarzą się z nowoczesnym handlem i zaawansowaną technologią, nie są nowymi instytucjami. Najstarsza giełda papierów wartościowych na świecie powstała w 1531 r. w Antwerpii. London Stock Exchange została założona w 1801 r., Tokio Stock Exchange w 1878 r., Deutsche Börse we Frankfurcie nad Menem w 1585 r., a giełda w Szanghaju w 1891 r. Największą giełdą papierów wartościowych na świecie jest New York Stock Exchange, która powstała w 1817 r. W tym samym roku działalność rozpoczęła pierwsza giełda na ziemiach polskich. **Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW)** została uruchomiona w 1920 r., a w obecnym kształcie funkcjonuje od 1991 r., gdy wznowiła swoją działalność po okresie transformacji gospodarczej z gospodarki centralnie planowanej do gospodarki rynkowej.

Rynek giełdowy jest rynkiem regulowanym, tzn. zorganizowanym i nadzorowanym przez właściwą instytucję nadzoru. Podstawowy zakres działalności giełdy papierów wartościowych obejmuje koncentrację ofert kupujących i sprzedających papiery wartościowe i inne instrumenty finansowe w celu wyznaczenia kursów ich notowań, a w rezultacie bezpiecznej oraz sprawnej realizacji transakcji. Na GPW handluje się głównie akcjami, obligacjami oraz kontraktami futures i opcjami. Pozostałe instrumenty finansowe to na przykład produkty

strukturyzowane, tytuły uczestnictwa zamkniętych funduszy inwestycyjnych i funduszy ETF* oraz warranty.

Rynek pozagiełdowy, tzw. rynek OTC (ang. *over the counter market*), jest miejscem obrotu papierami wartościowymi i innymi instrumentami finansowymi poza giełdą. Handel nimi pomiędzy kupującym a sprzedającym nie przebiega za pośrednictwem giełdy, lecz za pośrednictwem wyspecjalizowanych **brokerów**. Ich działalność można porównać do działalności kantorów walutowych – zarabiają na różnicy między ceną sprzedaży a ceną kupna określonych instrumentów finansowych.

Alternatywny system obrotu (ASO) to system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych organizowany poza rynkiem regulowanym w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu zgodnie z określonymi wewnętrznymi regulacjami, które są łagodniejsze niż na rynku giełdowym i pozagiełdowym. ASO jest adresowany głównie do małych i średnich firm rozwijających się w obszarze nowych technologii.

Dla efektywnego funkcjonowania rynku finansowego istotne znaczenie mają **izby rozliczeniowe** (ang. *clearing houses*). Zatwierdzają one i rozliczają transakcje oraz zapewniają, że zarówno kupujący, jak i sprzedający wywiązują się ze swoich zobowiązań dotyczących tych transakcji. Najstarszymi izbami rozliczeniowymi na świecie są: na giełdzie nowojorskiej od 1853 r. New York Clearing House oraz na giełdzie londyńskiej od 1888 r. LCH (dawniej London Clearing House). Centralną instytucją odpowiedzialną za prowadzenie i nadzorowanie systemu depozytowo-rozliczeniowego w zakresie obrotu instrumentami finansowymi w Polsce jest działający od 1991 r. **Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW)**, zobacz na stronie <https://www.kdpw.pl>.

Uczestnicy rynku finansowego

Uczestnikami rynku finansowego są inwestorzy reprezentujący stronę popytową rynku, emitenci, czyli podmioty kreujące podaż kapitału na rynku przez wystawianie i sprzedaż na własny rachunek papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych oraz pośrednicy, którzy starają się, by na rynku jak najsprawniej dochodziło do zawierania transakcji.

Na rynku finansowym kapitał lokuje wielu różnych **inwestorów**, z których każdy może mieć indywidualne cele, strategie i potrzeby inwestycyjne. Najogólniej

* ETF ma naśladować określony indeks giełdowy. Sprawdź: <https://www.edukacjagieldowa.pl/gieldowe-abc/notowane-instrumenty/etf/>.

możemy ich podzielić na inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych. **Inwestorzy indywidualni** to osoby fizyczne, przedstawiciele gospodarstw domowych działający na rynku finansowym bezpośrednio lub pośrednio. Zakładają oni rachunki inwestycyjne w domach maklerskich i samodzielnie składają zlecenia kupna/sprzedaży instrumentów finansowych. W ostatnich latach ich znaczenie na giełdzie systematycznie maleje na rzecz inwestorów instytucjonalnych. Obecnie udział inwestorów indywidualnych w obrotach giełd na rynku akcji kształtuje się na poziomie kilkunastu procent. Ma to związek z tym, że dziś inwestorzy indywidualni działają na rynku finansowym głównie za pośrednictwem inwestorów instytucjonalnych, w tym funduszy inwestycyjnych i emerytalnych. Kupując tytuły uczestnictwa w tych funduszach, ufają, że zarządzający funduszami właściwie je ulokują, wykorzystując swoją wiedzę i doświadczenie, a także specjalistyczne narzędzia analizy instrumentów i rynku finansowego.

Inwestorzy instytucjonalni to potężne instytucje finansowe, które obracają środkami i aktywami o znacznej wielkości. Zaliczamy do nich tradycyjne i alternatywne fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, banki inwestycyjne czy zakłady ubezpieczeń. Stanowią one siłę napędową rynku finansowego i często decydują o kierunku jego rozwoju. Większość inwestorów instytucjonalnych jest zobowiązana do stosowania sztywnych reguł inwestycyjnych, a ich transakcje mogą dotyczyć jedynie wybranych grup instrumentów. Są zatem mniej elastyczni niż inwestorzy indywidualni, ale często mają lepszy dostęp do informacji czy też bardziej zaawansowaną infrastrukturę do prowadzenia handlu na rynku finansowym.

Na rynku finansowym inwestorzy nabywają instrumenty finansowe od ich wystawców, czyli emitentów. **Emitentami** mogą być Skarb Państwa, instytucje samorządowe, banki i inne instytucje finansowe, w tym fundusze inwestycyjne, a także spółki giełdowe i spółki prywatne.

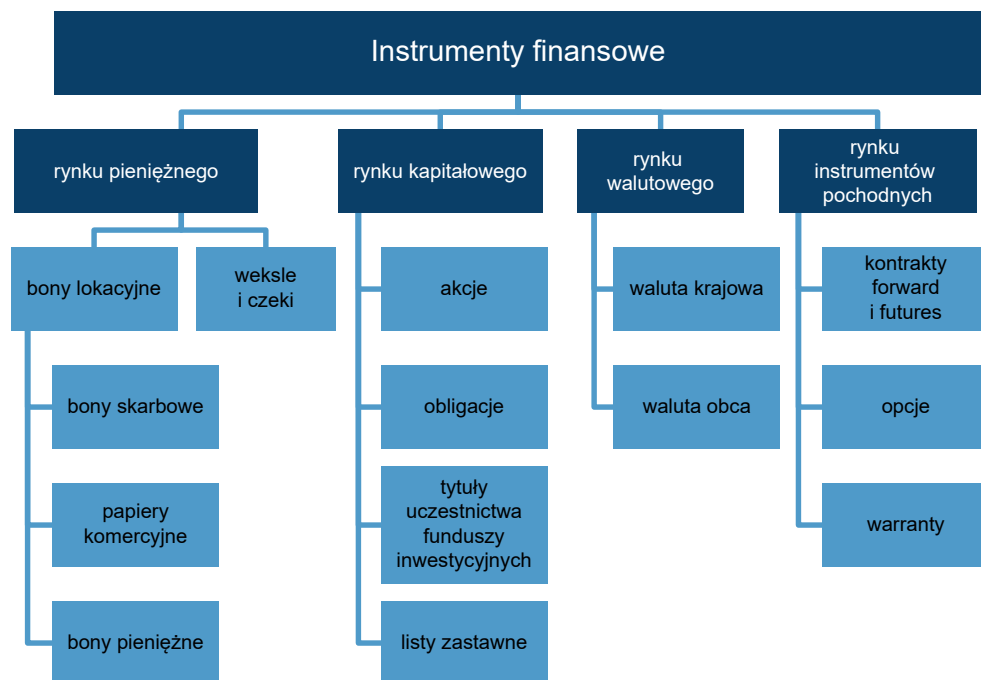
Ogniwem łączącym inwestorów i emitentów są **pośrednicy finansowi**. Wśród nich wyróżniamy wspomnianych brokerów oraz maklerów z domów maklerskich, którzy świadczą tzw. usługi maklerskie, m.in. w zakresie przyjmowania i przekazywania do realizacji zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, jak też prowadzenia rachunków papierów wartościowych. Domy maklerskie mogą działać jako niezależne podmioty prawne (spółki akcyjne), a także mogą być prowadzone w strukturach banku. W odróżnieniu od brokerów, którzy zarabiają na różnicach w cenach kupna i sprzedaży instrumentów finansowych, maklerzy zarabiają na prowizjach od realizowanych transakcji (na przykład 0,25% od wartości każdej kupionej przez inwestora akcji). Oprócz nich pośrednikami są też fundusze inwestycyjne i emerytalne, które gromadzą środki pieniężne osób fizycznych i prawnych i lokują je na rynku finansowym w zamian za tytuły uczestnictwa.

4.3. Instrumenty finansowe

Najważniejszym kryterium podziału instrumentów finansowych jest kryterium przedmiotu wymiany. O podziale według tego kryterium decydują:

- czas dysponowania środkami przez podmiot finansujący własną działalność,
- cele, na które podmiot ten decyduje się przeznaczyć uzyskane środki.

W ramach kryterium przedmiotowego wyróżniamy instrumenty rynku pieniężnego, kapitałowego, walutowego i instrumenty pochodne (por. rysunek 4.2).



Rysunek 4.2. Struktura przedmiotowa rynku finansowego

Źródło: opracowanie własne.

Instrumenty rynku pieniężnego

Instrumenty rynku pieniężnego służą do utrzymania płynności ich emitenta, tj. sfinansowania jego bieżącej działalności. Mają charakter dłużny (tzn. wierzycielski, bo są długiem, zobowiązaniem pieniężnym; takimi instrumentami są bony lokacyjne) lub rozliczeniowy (weksel, czek). Należą do krótkoterminowych

instrumentów finansowych (tj. o terminie zapadalności lub wymagalności* do jednego roku). Mają formę materialną (dokument, weksel, czek) lub zdematerializowaną (zapis komputerowy na rachunku papierów wartościowych, bony lokacyjne).

Bony skarbowe (ang. *Treasury bill, T-bill*) to krótkoterminowe papiery wartościowe na okaziciela emitowane przez Skarb Państwa reprezentowany przez Ministerstwo Skarbu lub Ministerstwo Finansów w celu zaspokojenia potrzeb pożyczkowych rządu związanych z występującymi niedoborami budżetowymi. W niektórych przypadkach stają się źródłem finansowania długoterminowego poprzez tzw. rolowanie emisji.

Agentem emisji bonów skarbowych, tj. podmiotem organizującym ich emisję, jest bank centralny (na przykład w Polsce jest to Narodowy Bank Polski). Organizuje on obrót bonami na rynku pierwotnym, gdzie bony skarbowe są oferowane na przetargach odbywających się zazwyczaj w pierwszy dzień roboczy tygodnia. Są sprzedawane z dyskontem i wykupywane według wartości nominalnej po upływie okresu, na jaki zostały wyemitowane. Rynek wtórny bonów skarbowych jest zorganizowany w postaci elektronicznego rynku skarbowych papierów wartościowych. W Polsce takim rynkiem jest rynek Treasury BondSpot Poland (TBSP) uruchomiony w 2002 r., gdzie bonami obracają tzw. dealerzy skarbowych papierów wartościowych (DSPW). Dealerzy zawierają na rynku transakcje hurtowe o minimalnej jednostce obrotu wynoszącej 5 mln zł.

Przykład 4.1. Stopa dyskonta a stopa zwrotu papierów dłużnych

Papiery wartościowe o charakterze dłużnym, na przykład bony skarbowe, najczęściej są sprzedawane z dyskontem. Oznacza to, że są sprzedawane po cenie niższej niż cena nominalna, którą wierzyciel otrzymuje w dniu zapadalności instrumentu. Stopa dyskontowa mówi o tym, z ilu procent z przyszłej wartości nominalnej bonów jest w stanie zrezygnować emitent, aby zamienić je na gotówkę już dziś.

Rozważmy bony skarbowe o wartości nominalnej 1000 zł i z terminem wykupu za 1 rok. Skarb Państwa, który potrzebuje gotówki już dziś, sprzedaje je za 900 zł, czyli z dyskontem równym 100 zł ($1000 \text{ zł} - 900 \text{ zł} = 100 \text{ zł}$).

* Zapadalność i wymagalność są pojęciami stosowanymi wymiennie, dotyczą tej samej daty, jednak raz przedmiotu, a raz podmiotu związanego z emisją papierów dłużnych. Termin zapadalności to ostatni dzień, w którym papier wartościowy powinien być wykupiony przez emitenta. Termin wymagalności zaś to ostatni dzień, w którym dłużnik (na przykład emitent papierów dłużnych), zgodnie z umową, jest zobowiązany do spełnienia świadczenia względem swojego wierzyciela (inwestora, który je nabył).

Stopa dyskontowa (r_d) wynosi:

$$r_d = \frac{1000 - 900}{1000} \cdot 100\% = 10\%.$$

Stopa dyskonta to nie to samo co stopa zwrotu. Dla inwestora kupno bonów było inwestycją – wydał na nie 900 zł, aby za rok otrzymać 1000 zł. Zatem stopa zwrotu z inwestycji (r_i) wyniosła:

$$r_i = \frac{1000 - 900}{900} \cdot 100\% = 11,1\%.$$

Z tego możemy wywnioskować, że zależność między stopą dyskonta a stopą zwrotu przedstawiają następujące równania:

$$r_i = \frac{r_d}{(1 - r_d)} \text{ oraz } r_d = \frac{r_i}{(1 + r_i)}.$$

Warto pamiętać o różnicy między tymi stopami, gdy rozważamy inwestycje w papiery dłużne.

Krótkoterminowe papiery komercyjne (ang. *commercial papers*) są emitowane przez przedsiębiorstwa, które wykorzystują je do finansowania bieżącej działalności lub inwestycji, gdy ich emisja jest rolowana. Stanowią alternatywę dla krótkoterminowych kredytów lub pożyczek. Są zwykle niezabezpieczone, w związku z czym ich emitentami są duże firmy, które emitują je na bardzo krótkie okresy, co zmniejsza ryzyko niewypłacalności. Mogą być imienne lub na okaziciela. Są głównie sprzedawane z dyskontem, a ich oprocentowanie jest oparte na stopie z rynku międzybankowego (na przykład WIBOR, WIBID) lub stopie referencyjnej banku centralnego obrazującej rentowność bonów pieniężnych.

Emisja papierów komercyjnych przedsiębiorstw jest niepubliczna, skierowana do inwestorów instytucjonalnych i prowadzona przez agentów emisji, którymi są banki lub biura maklerskie. Agent emisji obsługuje ją na rynku pierwotnym w ramach programu emisji oraz na rynku wtórnym, gdzie pełni funkcję *market makera*. Kwotuje on dane papiery, tzn. wyznacza cenę, po której jest gotów sprzedać lub kupić papiery danego emitenta o danym terminie wykupu.

Bony pieniężne (ang. *Treasury notes, T-notes*) to krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe na okaziciela emitowane przez bank centralny.

Bony pieniężne są przedmiotem obrotu na rynku międzybankowym. Służą regulowaniu płynności systemu bankowego oraz utrzymaniu stóp procentowych na poziomie pożądanym przez bank centralny. Minimalna rentowność bonów pieniężnych stanowi tzw. stopę referencyjną banku centralnego (ang.

reference rate), która jest uważana za stopę wolną od ryzyka (ang. *risk free rate*) i wykorzystywana do oceny dochodowości inwestycji w instrumenty finansowe.

W Polsce bony pieniężne są emitowane przez Narodowy Bank Polski. Ich sprzedaż przez NBP na rynku pierwotnym następuje na przetargach organizowanych nie periodycznie, jak w przypadku bonów skarbowych, ale w zależności od potrzeb i oceny sytuacji na rynku pieniężnym. Rynek wtórny bonów pieniężnych stanowią banki komercyjne i Bankowy Fundusz Gwarancyjny. Obraca się nimi wówczas w ramach tzw. operacji otwartego rynku (głównie operacje *repo* i *reverse repo*).

Weksel jest papierem wartościowym wystawionym w formie ściśle określonej przez prawo wekslowe*, który zobowiązuje określoną osobę do uregulowania w oznaczonym czasie i miejscu określonej kwoty pieniężnej na rzecz lub na zlecenie** innego podmiotu zwanego remitentem.

Wyróżniamy dwa rodzaje weksla: własny i trasowany. W przypadku weksla własnego to wystawca weksla (trasant) zobowiązuje się do zapłaty wskazanej w dokumencie kwoty pieniężnej. Natomiast wystawca weksla trasowanego zobowiązuje do zapłaty osobę trzecią, najczęściej swojego dłużnika, zwaną trasatem. Weksel pełni różne funkcje: kredytową (możliwość odroczenia terminu płatności zobowiązania), obiegową (możliwość przenoszenia praw własności przez tzw. indosowanie weksla), gwarancyjną (możliwość stanowienia formy zabezpieczenia zwrotności kredytu) oraz refinansową (możliwość dyskonta lub redyskonta weksla). Do dziś weksel jest dość powszechny w obrocie gospodarczym.

Czek jest papierem wartościowym wystawionym zgodnie z prawem czekowym***. Zawiera skierowane do banku polecenie wypłacenia określonej kwoty pieniężnej ze środków bankowych znajdujących się w dyspozycji wystawcy.

* W Polsce obowiązuje Ustawa – Prawo wekslowe (Ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 r.).

** Zobowiązanie zapłaty na czyjeś zlecenie oznacza, że ta osoba może dalej zbyć weksel innej osobie w drodze tzw. indosu. Zobowiązanie na rzecz Jana Kowalskiego, ale nie na jego zlecenie oznacza, że prawo otrzymania zapłaty nie może być przez niego przekazane innej osobie.

*** Por. Ustawę – Prawo czekowe (Ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 r.).

Czek pełni funkcję rozliczeniowo-pieniężną, jest surogatem pieniądza, co oznacza, że sumę czekową można wypłacić w gotówce. Do dziś чеки są popularne w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie czy w Wielkiej Brytanii. Można nimi płacić nawet w sklepach. W Polsce чеки były popularne jeszcze w latach 90. XX w. Upowszechnienie się kart płatniczych spowodowało jednak ich wyparcie z rynku polskiego.

Instrumenty rynku kapitałowego

Najważniejszym celem funkcjonowania rynku kapitałowego jest transformacja oszczędności w inwestycje, mobilizacja i efektywna alokacja kapitału oraz wycena instrumentów finansowych. Na rynku kapitałowym dokonuje się obrotu instrumentami finansowymi o charakterze udziałowym (akcje i tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych) lub dłużnym (obligacje i listy zastawne) z terminem zapadalności powyżej jednego roku. Instrumenty rynku kapitałowego mają zwykle postać zdematerializowaną, ale na przykład listy zastawne i niepubliczne certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte mogą mieć postać materialną.

Akcja jest udziałowym papierem wartościowym potwierdzającym uczestnictwo akcjonariusza w spółce akcyjnej i związane z tym prawa majątkowe i niemajątkowe.

Do praw majątkowych należą:

- prawo do dywidendy, czyli do udziału w zysku spółki, o ile walne zgromadzenie akcjonariuszy po wysłuchaniu rekomendacji zarządu podejmie decyzję, że dywidenda będzie wypłacona;
- prawo do udziału w podziale majątku spółki w przypadku jej likwidacji;
- prawo poboru przez dotychczasowych akcjonariuszy akcji nowej emisji w przypadku, gdy spółka zdecyduje się podnieść wartość kapitałów własnych poprzez emisję kolejnych akcji (przy czym prawo to może być ograniczone).

Do praw niemajątkowych należy między innymi prawo do udziału w zgromadzeniu akcjonariuszy i prawo do głosu. Akcjonariusz może żądać udzielania informacji w czasie walnego zgromadzenia i w określonych sytuacjach ma prawo zaskarżać uchwały walnego zgromadzenia.

Obrotu akcjami, podobnie jak innymi papierami wartościowymi, dokonuje się na rynku pierwotnym i wtórnym. Na **rynku pierwotnym** (ang. *primary market*) dokonuje się sprzedaży akcji nowo wyemitowanych, w wyniku czego

emitent tych akcji zwiększa wartość kapitałów własnych spółki. Z założenia pozyskany kapitał jest przeznaczany na rozwój firmy (zwiększenie potencjału produkcyjnego, realizację projektów inwestycyjnych). Spółki mogą dokonywać emisji wielokrotnie. Emisja może być niepubliczna lub publiczna.

Publiczna emisja akcji (i innych papierów wartościowych) występuje wówczas, gdy propozycja odpłatnego nabycia akcji w dowolnej formie i w dowolny sposób skierowana jest do co najmniej 150 osób lub do nieoznaczonego adresata – propozycja nabycia jest wówczas realizowana w drodze tzw. oferty publicznej (ang. *initial public offering*, IPO).

Oferta publiczna wymaga sporządzenia prospektu emisyjnego zatwierdzonego przez państwowy organ nadzoru (na przykład Komisję Nadzoru Finansowego) i jest dokonywana za pośrednictwem domów maklerskich. Domy maklerskie mogą przy tym odgrywać rolę pasywną lub aktywną. W pierwszym przypadku jedynie pośredniczą między emitentem a inwestorami kupującymi akcje. W drugim przypadku stają się subemitentem (ang. *underwriter*) usługowym lub inwestycyjnym. Jako subemitent usługowy dom maklerski zobowiązuje się do kupna od emitenta na własny rachunek całości lub części oferowanych walorów w celu ich samodzielnego zbywania w obrocie pierwotnym. Z kolei jako subemitent inwestycyjny dom maklerski wykupuje tę część emisji, która nie znalazła nabywców wśród inwestorów. Subemitentem inwestycyjnym może być również na przykład fundusz emerytalny lub inwestycyjny, bank czy zakład ubezpieczeń.

Zakupione na rynku pierwotnym walory mogą być potem przedmiotem handlu **na rynku wtórnym** (ang. *secondary market*). Na rynku tym występują te same podmioty z wyjątkiem emitenta. To na tym rynku gwarant emisji lub *underwriter* może się pozbyć papierów wartościowych zakupionych wcześniej od emitenta walorów.

Rynek wtórny w Polsce kojarzy się na ogół z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie, na której każda osoba posiadająca rachunek w biurze maklerskim może kupić lub sprzedać notowane tam akcje, prawa do akcji oraz instrumenty pochodne. Spółki notowane na GPW muszą spełniać odpowiednie wymogi, tj. muszą mieć odpowiednio wysoką kapitalizację (łącną wartość akcji) oraz rozdrobniony i liczny akcjonariat, aby zapewnić płynność obrotu. Muszą spełniać także wymogi informacyjne (przedstawiać okresowo sprawozdania finansowe i na bieżąco upubliczniać istotne informacje o spółce), przez co sytuacja finansowa spółki staje się jawna. Nie wszystkie spółki spełniają te kryteria. W związku z tym obok GPW w Warszawie funkcjonuje rynek **New Connect**, który jest

zorganizowanym rynkiem wtórnym prowadzonym przez GPW poza rynkiem regulowanym (w formie alternatywnego systemu obrotu). Są na nim notowane akcje małych i średnich przedsiębiorstw. Podobne platformy dla mniejszych przedsiębiorstw funkcjonują w innych krajach, na przykład AIM w Londynie czy First North w ramach skandynawskiej grupy OMX.

Obligacja to emitowany w serii dłużny papier wartościowy, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się do spełnienia wobec niego określonego świadczenia pieniężnego lub niepieniężnego.

Osoba kupująca obligacje udziela zatem emitentowi obligacji pożyczki, dzięki której emitent pozyskuje kapitał na sfinansowanie swojej działalności. Każda obligacja ma określoną wartość nominalną, którą dłużnik spłaca w określonym momencie w przyszłości (w terminie wykupu). Jaką korzyść osiąga kupujący obligację? Najogólniej zależy to od tego, czy obligacja jest **zerokuponowa** czy **kuponowa**. W przypadku obligacji zerokuponowej inwestor osiąga zysk dzięki temu, że kupuje obligację z dyskontem, czyli po cenie niższej niż wartość nominalna. W przypadku obligacji kuponowych osiąga korzyść dzięki temu, że w określonych odstępach czasu ma wypłacany kupon, czyli odsetki liczone jako określony (stały lub zmienny) procent wartości nominalnej.

Wśród emitentów obligacji najbardziej znany w Polsce jest Skarb Państwa, który poprzez emisję **obligacji skarbowych** pozyskuje środki na pokrycie deficytu budżetowego oraz na obsługę długu publicznego (stanowionego przez sumę deficytów z lat poprzednich). Obligacje skarbowe, przyjmujące zawsze formę zdematerializowaną, mogą być hurtowe albo detaliczne. **Obligacje hurtowe** są przeznaczone dla dużych inwestorów instytucjonalnych, a ich wartość nominalna wynosi 1000 zł lub 1000 euro, lub wielokrotności tych kwot; agentem emisji (pośrednikiem między emitentem a inwestorami) jest NBP. **Obligacje detaliczne** są dostępne dla indywidualnych inwestorów (przeciętnego Kowalskiego), a ich wartość nominalna wynosi 100 zł lub 100 euro lub wielokrotność tych kwot. W Polsce obligacje detaliczne są sprzedawane na rynku pierwotnym przez PKO Bank Polski SA, który jest agentem emisji. W ofercie znajdują się oferowane w cyklach miesięcznych obligacje detaliczne 3-miesięczne oraz 2-, 3-, 4- i 10-letnie. Ich oprocentowanie może być stałe lub zmienne, zależne od stopy inflacji lub stawki WIBOR*. Oprócz nich w ofercie znajdują się 6- i 12-letnie

* Oprocentowanie obligacji można sprawdzić na stronie: <https://www.obligacjeskarbowe.pl/>.

„Rodzinne Obligacje Skarbowe” skierowane do osób otrzymujących świadczenie z programu „Rodzina 500+”.

Obok Skarbu Państwa emitentami obligacji mogą być również:

- jednostki samorządu terytorialnego (gminy, powiaty, województwa samorządowe i związki tych jednostek), które poprzez emisję tzw. **obligacji komunalnych** pozyskują środki na finansowanie inwestycji samorządowych;
- instytucje finansowe (na przykład obligacje bankowe) i przedsiębiorstwa (**obligacje korporacyjne**), które pozyskują w ten sposób zewnętrzne źródła finansowania przedsięwzięć;
- Narodowy Bank Polski, który poprzez emisję może regulować ilość pieniądza w systemie bankowym, ale w praktyce korzysta z tego prawa niezwykle rzadko.

Podobnie jak w przypadku akcji, funkcjonuje rynek pierwotny i wtórny obligacji, a emisja może być prywatna lub publiczna (tak samo definiowana). W Polsce obrót wtórny obligacjami detalicznymi odbywa się na Catalyst – jest to regulowany system obrotu prowadzony na platformach transakcyjnych GPW w Warszawie S.A. w formie alternatywnego systemu obrotu. Z kolei wtórny obrót obligacjami hurtowymi odbywa się na platformach transakcyjnych BondSpot S.A. w formie pozagiełdowego rynku regulowanego i alternatywnego systemu obrotu. Rynki te są przeznaczone dla obligacji skarbowych, obligacji komunalnych i obligacji przedsiębiorstw oraz listów zastawnych emitowanych przez banki hipoteczne.

Przykład 4.2. Dyskontowanie obligacji

Klient detaliczny może za 100 zł kupić 3-letnią obligację skarbową o wartości nominalnej 100 zł. Posiadacz obligacji ma gwarancję wypłaty odsetek co pół roku. Oprocentowanie (kupon) zależy od stawki WIBOR 6M, przy czym w pierwszym okresie odsetki zostaną naliczone według rocznej stopy procentowej równej 2,2%. Dla ułatwienia założymy, że oprocentowanie się nie zmienia. Jak ukształtowałyby się w takim przypadku wszystkie przepływy związane z posiadaniem tej obligacji?

Rozwiązanie

Co pół roku klient otrzyma $(0,022 \cdot 0,5) \cdot 100 = 1,1$ zł odsetek, a po trzech latach odsetki i wartość nominalną, czyli 101,1 zł.

Ile byłby gotów zapłacić za tę obligację, chcąc uzyskać roczną stopę zwrotu na poziomie 1,5%? Aby to ustalić, należy obliczyć wartość obecną wszystkich przepływów związanych z posiadaniem tej obligacji, czyli zdyskontować te przepływy. Pamiętajmy przy tym, żeby wymaganą stopę zwrotu dostosować do okresu półrocznego. Dyskontowanie przebiega według formuły na wartość bieżącą pieniądza (ang. *present value*):

$$\begin{aligned}
 \text{present value} &= \frac{1,1\text{zł}}{\left(1 + \frac{0,015}{2}\right)^1} + \frac{1,1\text{zł}}{\left(1 + \frac{0,015}{2}\right)^2} + \frac{1,1\text{zł}}{\left(1 + \frac{0,015}{2}\right)^3} + \dots \\
 &\dots + \frac{1,1\text{zł}}{\left(1 + \frac{0,015}{2}\right)^5} + \frac{101,1\text{zł}}{\left(1 + \frac{0,015}{2}\right)^6} = 102,05.
 \end{aligned}$$

Zakładając, że oprocentowanie obligacji nie będzie się znacząco zmieniać, oferowana obligacja warta jest swej ceny.

List zastawny to dłużny papier wartościowy, imienny lub na okaziciela, materialny lub zdematerializowany, emitowany przez bank hipoteczny (emitent), który zobowiązuje się wypłacić inwestorowi (wierzycielowi) odsetki i wykupić od niego list zastawny zgodnie z warunkami jego emisji.

Emisja listów zastawnych może mieć charakter publiczny lub niepubliczny. Ze środków zgromadzonych z emisji listów zastawnych bank hipoteczny udziela kredytów na nieruchomości. Ich odbiorcami (dłużnikami) są osoby indywidualne, które w ten sposób nabywają mieszkania lub domy, bądź instytucje, na przykład Bank Gospodarstwa Krajowego realizujący program rządowy dotyczący wsparcia rozwoju budownictwa mieszkaniowego. Dla kredytobiorców pierwszego rodzaju emituje się hipoteczne listy zastawne zabezpieczone hipoteką z kredytowanej nieruchomości. W drugim przypadku mówimy o publicznych listach zastawnych zabezpieczonych gwarancją czy poręczeniem rządu lub banku centralnego.

Listy zastawne są uważane za instrument finansowy o bardzo niskim ryzyku inwestycyjnym. Ma to związek z ich długoterminowym charakterem oraz z zachowaniem zasad dotyczących wiarygodności kredytowej dłużnika i wysokości udzielanego kredytu w relacji do wartości kredytowanej nieruchomości (na przykład odpowiedni udział własny w kredycie czy ubezpieczenie kredytowanej nieruchomości przed zdarzeniami losowymi). Zasady te nie były zachowywane w USA w przypadku kredytów *subprime*, co w lipcu 2007 r. doprowadziło do załamania na tamtejszym rynku nieruchomości, a następnie w 2008 r. do globalnego kryzysu finansowego.

Tytuły uczestnictwa to instrument finansowy reprezentujący prawa majątkowe przysługujące uczestnikom funduszu inwestycyjnego. Uczestnik funduszu otrzymuje je w zamian za powierzone funduszowi środki pieniężne.

Fundusz inwestycyjny powstaje z połączenia wielu takich odrębnych i rozproszonych środków pieniężnych należących do wielu inwestorów indywidualnych i (lub) instytucjonalnych. Zgromadzone środki stają się aktywami funduszu i tworzą portfel inwestycyjny, który w zależności od przyjętej strategii inwestycyjnej jest następnie inwestowany w różne instrumenty rynku towarowego lub finansowego. W zależności od rodzaju funduszu inwestycyjnego wyróżniamy dwa rodzaje tytułów uczestnictwa. **Jednostki uczestnictwa** wyrażają udziały inwestorów w **funduszach inwestycyjnych otwartych**. Reprezentują jednakowe prawa majątkowe uczestników, nie są jednak papierami wartościowymi, nie mogą być bowiem przedmiotem obrotu, zamiany lub darowizny. W związku z tym mówimy, że jednostki uczestnictwa są niezbywalne (po odsprzedaży funduszowi są umarzane). Podlegają natomiast dziedziczeniu (są przenoszalne) i mogą być przedmiotem zastawu. Są też podzielne, tzn. można posiadać ich ułamkową część (na przykład 3,456 jednostki uczestnictwa). **Certyfikaty inwestycyjne lub akcje** są papierami wartościowymi na okaziciela lub imiennymi, emitowanymi na rynku publicznym lub niepublicznym, w formie zdematerializowanej lub materialnej przez **fundusze inwestycyjne zamknięte**. Reprezentują jednakowe lub uprzywilejowane prawa majątkowe* i są niepodzielne (tzn. można kupić ich liczbę całkowitą, na przykład 1, 5, 10 itd.). Mogą też zabezpieczać wierzytelności.

Fundusze inwestycyjne są dziś jedną z podstawowych form lokowania kapitału przez gospodarstwa domowe i różnego rodzaju instytucje finansowe (fundusze emerytalne i fundusze funduszy inwestycyjnych) i niefinansowe (instytucje charytatywne i fundacje akademickie). W ich wyborze należy się kierować zarówno preferencjami dotyczącymi oczekiwanej stopy zwrotu, jak i tolerancją na ryzyko inwestycyjne, którego nie można pomijać. Ważna jest też wysokość pobieranych opłat (szczególnie za nabycie i za zarządzanie funduszem) oraz wielkość i czas funkcjonowania funduszu. Naukowcy dowodzą bowiem, że fundusze młodsze i mniejsze mają większy potencjał do osiągnięcia wysokiej stopy zwrotu przy danym ryzyku niż fundusze starsze i większe.

* Uprzywilejowanie występuje w przypadku certyfikatów niepublicznych i może dotyczyć na przykład prawa głosu (jeden certyfikat może dawać dwa głosy na zgromadzeniu inwestorów), wysokości udziału w dochodach funduszu czy wysokości udziału w aktywach netto w przypadku likwidacji funduszu. Może też dotyczyć sposobu pobierania opłat obciążających aktywa funduszu.

Przykład 4.3. Stopa zwrotu z funduszy inwestycyjnych

Rozważmy fundusz inwestycyjny, którego wartość aktywów netto na tytuł uczestnictwa (WANTU), czyli cena tytułu uczestnictwa wynosi na początku roku 90,91 zł. Na końcu roku cena funduszu zwiększyła się o 10%. Opłata za nabycie wynosi 2% zainwestowanych środków, a opłata za zarządzanie 2,5% wartości aktywów. Jaki wpływ na dochód z tej inwestycji ma opłata operacyjna (opłata za zarządzanie), a jaki opłata manipulacyjna (opłata za nabycie), jeśli założymy, że inwestor wpłaci na początku roku 10 000 PLN? Aby odpowiedzieć na pytanie, wykonaj następujące czynności:

- oblicz liczbę tytułów uczestnictwa, które otrzyma inwestor, uwzględniając opłatę za nabycie;
- oblicz wartość tytułu uczestnictwa na koniec roku bez uwzględnienia kosztu operacyjnego;
- oblicz stopę zwrotu netto na tytuł uczestnictwa na koniec roku.

Rozwiązanie

1. Przed nabyciem tytułów uczestnictwa inwestor musi uiścić opłatę za nabycie. Wynosi ona 2% wartości zainwestowanych środków, czyli $2\% \cdot 10\,000\text{ zł} = 200\text{ zł}$. Kwotę tę odejmujemy od wartości początkowej inwestycji:

$$10\,000\text{ zł} - 2\% \cdot 10\,000\text{ zł} = 10\,000\text{ zł} - 200\text{ zł} = 9800\text{ zł}.$$

Za kwotę 9800 zł nabywamy tytuły uczestnictwa. Skoro jeden tytuł uczestnictwa na początku roku (w czasie t_0) kosztuje 90,91 zł, inwestor nabędzie 107,798 tytułów uczestnictwa (zwykle liczbę tytułów uczestnictwa ($n_{t.u.}$) podajemy z trzema miejscami po przecinku:

$$n_{t.u.} = \frac{\text{wartość środków na nabycie } t.u.}{\text{WANTU}_{t_0}} = \frac{9800\text{ zł}}{90,91\text{ zł}} = 107,798\text{ zł}.$$

2. W cenie tytułu uczestnictwa jest już uwzględniona opłata za zarządzanie. WANTU jest zatem ceną netto. Tę cenę fundusz podaje do wiadomości publicznej (na swojej stronie internetowej, na stronach portali informacyjnych itp.). Dlatego w obliczeniach nie musimy uwzględniać opłaty za zarządzanie. Jednak powinniśmy ją znać i porównywać do opłat za zarządzanie pobieranych przez inne fundusze o podobnym poziomie ryzyka inwestycyjnego. Jest to ważne, bo ta opłata jest głównym kosztem funduszu, który wpływa na WANTU, a w konsekwencji na stopę zwrotu z funduszu inwestycyjnego. WANTU na koniec roku (w czasie t_1) wzrosła o 10%, zatem do 100 zł, tj.

$$90,91\text{ zł} + (10\% \cdot 90,91\text{ zł}) = 90,91 + 9,091 = 100\text{ zł}.$$

Ostatecznie stopa zwrotu inwestora z lokaty środków w funduszu inwestycyjnym wyniesie:

$$R = \left(\frac{n_{t.u.} \cdot \text{WANTU}_{t_1}}{\text{początkowa wartość inwestycji}} - 1 \right) \cdot 100\% = \left(\frac{107,798 \cdot 100\text{ zł}}{10\,000\text{ zł}} - 1 \right) \cdot 100\% = 7,79\%.$$

Stopa zwrotu netto z inwestycji w fundusz wyniosła zatem 7,79%.

Zauważmy, że opłaty istotnie na nią wpływają. Dlatego przed inwestycją warto porównać opłaty manipulacyjne i operacyjne różnych funduszy. Opłat operacyjnych nie unikniemy (w końcu zarządzający muszą otrzymać wynagrodzenie za zarządzanie naszymi środkami), jednak opłat dystrybucyjnych da się uniknąć, na przykład lokując środki przez internet, w bankowości elektronicznej lub w supermarketach funduszy inwestycyjnych.

Instrumenty rynku walutowego

Rynek walutowy to miejsce obrotu walutami, czyli jest to rynek, na którym wymienia się jedną walutę na drugą po ustalonej cenie. Rynek ten jest rynkiem pozagiełdowym, co oznacza, że transakcje są zawierane między uczestnikami tego rynku, z których najważniejsze są banki komercyjne i banki centralne różnych państw. W wyniku działania sił podaży i popytu ustalane są kursy poszczególnych walut*.

Rynek walutowy, podobnie jak rynek papierów wartościowych, dzieli się na kasowy (gdzie dostawa walut jest dokonywana natychmiast w momencie realizacji transakcji) i terminowy (gdzie z wykorzystaniem walutowych instrumentów pochodnych do zawarcia transakcji dochodzi w określonym z góry momencie w przyszłości).

Największym i najbardziej płynnym rynkiem walutowym na świecie jest **Forex, FX** (ang. *Foreign Exchange*), na którym dzienne obroty przekraczają przeciętnie wartość 5 bilionów dolarów. Operacje wymiany walut są dokonywane na tym rynku przez 24 godziny na dobę za pośrednictwem sieci komputerowej.

Pierwotnie główną funkcją rynku Forex było usprawnienie procesu wymiany walut na potrzeby międzynarodowego handlu, ale jego wysoka zmienność i płynność sprawiła, że stał się on *de facto* częścią rynku finansowego, na którym transakcje zawierają w dominującej części spekulanci, kupujący określone waluty w nadziei, że ich kurs wzrośnie, lub sprzedający je w oczekiwaniu spadku ich wartości.

Głównymi uczestnikami rynku walutowego są banki, fundusze inwestycyjne, banki centralne dokonujące interwencji lub inwestycji rezerw walutowych, przedsiębiorstwa prowadzące sprzedaż eksportową lub zakupy importowe, a także osoby fizyczne (na przykład wyjeżdżające na wakacje do kraju, gdzie jest stosowana inna waluta). Jednocześnie, wraz z rozpowszechnieniem się internetu, udział inwestorów (spekulantów) indywidualnych w transakcjach na rynku Forex rośnie. Osoby fizyczne, podobnie jak przedsiębiorstwa, dokonują transakcji za pośrednictwem swojego brokera, który umożliwia im dostęp do platformy transakcyjnej.

* Definicję i sposoby zapisu kursu walutowego przedstawiono w rozdziale 8.

Instrumenty pochodne (derywaty)

Rynek instrumentów pochodnych zwanych też **derywatami** (ang. *derivatives*) to rynek terminowy, na którym dochodzi do transakcji zawieranych w czasie rzeczywistym, lecz rozliczanych w przyszłości. Przedmiotem transakcji są instrumenty pochodne o zróżnicowanych cechach i konstrukcjach, lecz posiadających jedną podstawową wspólną cechę – ich wartość zależy od innych instrumentów, zwanych aktywami bazowymi.

Wspomniana wspólna cecha oznacza, że instrument pochodny zawsze posiada pewien punkt odniesienia, który determinuje jego wartość, a zatem opłacalność inwestycji w niego. Najpopularniejszymi aktywami bazowymi są akcje, indeksy akcji, obligacje, stopy procentowe, surowce i waluty. Inwestor może zatem wybrać, czy chce kupić bezpośrednio na przykład akcje spółki Apple, czy chce kupić instrument pochodny oparty na notowaniach akcji spółki Apple.

Rynek terminowy pozwala na zawieranie transakcji, które mają na celu:

- **Spekulację** – intencją transakcji jest osiągnięcie zysków z inwestycji w przypadku prawidłowego przewidzenia tendencji na rynku finansowym w przyszłości. Z uwagi na mechanizm tzw. **dźwigni finansowej** transakcje tego rodzaju są szczególnie ryzykowne, gdyż nawet przy małym błędzie straty inwestora mogą być bardzo wysokie.
- **Zabezpieczenie** (z ang. *hedging*) – intencją transakcji jest wyeliminowanie ryzyka niekorzystnych zmian cen określonych instrumentów w przyszłości. Są one wykorzystywane na przykład przez rolników, którzy chcąc ograniczyć ryzyko spadku cen ich produktów w okresie zbiorów, zawierają transakcję na z góry określoną cenę już na etapie siewu.
- **Arbitraż** – intencją transakcji jest osiągnięcie zysków w przypadku zidentyfikowania przejściowych nieefektywności na rynku, na których można zarobić przy bardzo małym ryzyku. W warunkach rozwoju automatycznych systemów inwestujących kapitał z wykorzystaniem superkomputerów osiągnięcie zysków z arbitrażu jest wyjątkowo trudne.

Do podstawowych instrumentów pochodnych należą:

- **Kontrakty terminowe** – stanowią wzajemnie obowiązujące, symetryczny rodzaj umowy zawartej pomiędzy kupującym a sprzedającym, w której sprzedający zobowiązuje się sprzedać określony instrument bazowy za ściśle określoną cenę w dokładnie określonym terminie, a kupujący musi do tej transakcji przystąpić. Cena, według której strony przeprowadzą transakcję w przyszłości, jest zwana ceną terminową (ang. *futures price*), zaś dzień,

w którym strony są zobowiązane przeprowadzić transakcję, to data rozliczenia (ang. *settlement date*) lub data dostawy (ang. *delivery date*). W praktyce na rynku kontraktów terminowych rzadko dochodzi do faktycznej dostawy przedmiotów będących podstawą kontraktu. Najczęściej strony umowy uzgadniają, że rozliczą się pieniężnie, tj. wyrównają tylko różnicę między ceną rozliczenia a ceną terminową uzgodnioną w kontrakcie.

- **Opcje** – zawierają podobne do kontraktu terminowego uzgodnienie na temat transakcji, która ma zostać zrealizowana w przyszłości, jednak w odróżnieniu od kontraktu terminowego ten rodzaj umowy jest wiążący tylko dla jednej ze stron transakcji, tzn. wystawcy opcji. Inwestor, który nabywa opcje, płaci określoną z góry premię, a w zamian w momencie rozliczenia opcji może podjąć decyzję, czy rzeczywiście chce ją zrealizować. Czyni to, gdy jest to dla niego opłacalne, tzn. cena wykonania opcji jest korzystniejsza niż cena aktywa bazowego. Wystawca opcji przyjmuje stosunkowo ryzykowne zobowiązanie, ale w zamian otrzymuje premię, licząc, że w przyszłości nie dojdzie do faktycznej realizacji opcji.
- **Swapy** – stanowią serię powtarzających się w czasie kontraktów terminowych. Często występują przy aktywach bazowych, które wiążą się z powtarzalnymi płatnościami, na przykład w kredytach ze stałym oprocentowaniem lub stałych dostawach ropy do rafinerii.

Przykład 4.4. Inwestycja w opcje

Inwestor kupił za 20 zł prawo nabycia za trzy miesiące za 240 zł akcji, których bieżący kurs wynosi 255 zł.

1. Ile wyniesie zysk inwestora, jeżeli kurs akcji w terminie zapadalności opcji za trzy miesiące wyniesie 270 zł?
2. Jaki będzie zysk przy cenie akcji za trzy miesiące równej 235 zł?

Rozwiązanie

1. Realizując opcję kupna, inwestor będzie mógł nabyć za 240 zł akcje wyceniane na rynku po 270 zł. Innymi słowy, będzie mógł kupić te akcje okazynie, po cenie niższej niż rynkowa. Dzięki temu zarobi 30 zł (270 zł minus 240 zł). Zważywszy na fakt, że inwestor musiał na wstępie zainwestować 20 zł w samo nabycie rzeczonyj opcji, na czysto zarobi 10 zł (30 zł minus 20 zł).
2. Realizując opcję kupna, inwestor ma możliwość swobodnego podjęcia decyzji dotyczącej skorzystania z przysługującego mu prawa. W tym przypadku opcja zapewnia mu prawo kupna za 240 zł akcji wycenianych na rynku po 235 zł. Innymi słowy, mógłby kupić te akcje za cenę wyższą niż obecnie się płaci za nie na rynku. Oznacza to, że nie ma sensu wykonywać opcji. Pamiętajmy jednak, że choć inwestor nie straci pieniędzy na realizacji opcji, to musiał na wstępie zainwestować 20 zł w samo jej nabycie, a zatem na czysto straci 20 zł (0 zł minus 20 zł).

4.4. Portfel inwestycyjny

W czasie hossy giełdowej możemy mieć szczęście i zainwestować w akcje jednej spółki, która da bardzo wysoki zysk. W czasie bessy może się jednak okazać, że cena akcji tej spółki bardzo spadnie i większość zainwestowanego kapitału stopnieje. Aby zminimalizować ryzyko takiej sytuacji, trzeba budować portfel inwestycyjny złożony z różnych instrumentów finansowych, czyli inwestować środki zgodnie z zasadą „nie wkładaj wszystkich jaj do jednego koszyka”. Dzięki naukowcom wiemy, że portfel inwestycyjny trzeba dywersyfikować, i wiemy, jak to robić.

Dywersyfikacja portfela polega na doborze papierów wartościowych w celu minimalizacji ryzyka inwestycji. Efekty dywersyfikacji zależą przede wszystkim od tego, w jaki sposób zależą od siebie stopy zwrotu z różnych walorów.

Dobrze zdywersyfikowany portfel powinien zawierać co najmniej kilkanaście instrumentów finansowych z różnych krajów i sektorów gospodarki, które nie są ze sobą silnie pozytywnie skorelowane. Możemy dobierać instrumenty finansowe do portfela intuicyjnie. Jednak najlepiej zrobimy, gdy obliczymy ich stopę zwrotu i ryzyko inwestycyjne oraz sprawdzimy, jak wpłyną na stopę zwrotu i ryzyko całego portfela.

Stopa zwrotu to inaczej stopa zysku, czyli miara dochodowości inwestycji. Dla inwestora ważna jest wartość stopy zwrotu w długim okresie ustalana na podstawie relacji końcowej i początkowej wartości kapitału. W praktyce jednak analizuje on również kształtowanie się krótkookresowych stóp zwrotu (dziennych, tygodniowych, miesięcznych). Można je obliczyć na podstawie następującego wzoru:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}},$$

gdzie:

P_t – cena waloru na koniec danego okresu (na przykład na koniec danego tygodnia),

P_{t-1} – cena waloru na początku danego okresu (na przykład cena zamknięcia sesji kończącej poprzedni tydzień notowań),

D_t – dywidenda wypłacona w danym okresie (o ile wystąpiła).

Informacje płynące z analizy krótkookresowych stóp zwrotu są przydatne, aby sprawdzić, czy wartość inwestycji wzrasta stabilnie. Odpowiedź na to

pytanie jest możliwa po obliczeniu wariancji lub odchylenia standardowego stóp zwrotu. Wariancja i odchylenie standardowe są miarami zmienności stóp zwrotu, czyli miarami **ryzyka inwestycyjnego**. Aby oszacować te miary, wykorzystuje się dane historyczne (tj. dane z przeszłości). Na przykład oszacowaniem oczekiwanej tygodniowej stopy zwrotu jest średnia arytmetyczna z n zaobserwowanych historycznych tygodniowych stóp zwrotu, dana wzorem:

$$E(R) \triangleq \bar{R} = \frac{\sum_{t=1}^n R_t}{n},$$

zaś ocenę odchylenia standardowego można ustalać następująco:

$$\sigma_R \triangleq \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (R_t - \bar{R})^2}{n}}.$$

Daszek nad równością oznacza, że otrzymane wyniki są szacunkami oczekiwanej stopy zwrotu i odchylenia standardowego stóp zwrotu. Oczywiście nie jest pewne, że stopy zwrotu w przyszłości będą się kształtować dokładnie tak samo jak w przeszłości. Inwestorzy jednak ufają, że właściwy dobór akcji do portfela inwestycyjnego pozwoli im minimalizować ryzyko osiągnięcia rezultatu innego niż oczekiwany. Choć w praktyce akcje o wyższej oczekiwanej stopie zwrotu są też obciążone wyższym ryzykiem, okazuje się, że na ogół istnieją dosyć stabilne w czasie zależności między tym, jak się kształtują stopy zwrotu z różnych walorów. Można zatem dobierać instrumenty finansowe tak, by ewentualne straty z posiadania jednych walorów były choć częściowo rekompensowane przez zyski z posiadania innych, czyli można dokonać dywersyfikacji portfela.

Stopa zwrotu portfela zależy od tego, jaką część kwoty zainwestujemy w poszczególne instrumenty finansowe, oraz od tego, jakie przyniosą one stopy zwrotu. Jeżeli udział kwoty zainwestowanej w i -ty walor w łącznej wartości portfela oznaczmy symbolem w_i , to stopę zwrotu osiągniętą przez portfel złożony z k walorów ustalimy następująco:

$$R_p = \sum_{i=1}^k R_i \cdot w_i = R_1 \cdot w_1 + R_2 \cdot w_2 + \dots + R_k \cdot w_k.$$

Stopa zwrotu z portfela jest więc średnią ważoną ze stóp zwrotu poszczególnych walorów, przy czym wagami są udziały poszczególnych walorów w portfelu.

Ryzyko portfela to suma średniej ważonej z ryzyka związanego z każdym walorem w portfelu oraz korelacji między stopami zwrotu z walorów w tym portfelu.

Korelacja oznacza, że istnieje związek między kształtowaniem się cen dwóch instrumentów finansowych. Siłę korelacji mierzy współczynnik korelacji dany wzorem:

$$\rho_{ij} = \frac{\text{cov}(R_i, R_j)}{\sigma_{R_i} \cdot \sigma_{R_j}},$$

przy tym $\text{cov}(R_i, R_j)$ to kowariancja ustalana następująco:

$$\text{cov}(R_i, R_j) = \frac{\sum_{t=1}^n (R_{i,t} - \bar{R}_i) \cdot (R_{j,t} - \bar{R}_j)}{n},$$

gdzie:

$R_{i,t}$ – zaobserwowana w okresie t stopa zwrotu (na przykład dzienna, tygodniowa) z i -tego waloru,

$\bar{R}_i$ – średnia (na przykład dzienna, tygodniowa) stopa zwrotu z i -tego waloru,

n – liczba okresów, przez które obserwujemy zmieniające się stopy zwrotu.

Współczynnik korelacji przyjmuje wartości z przedziału $\langle -1; 1 \rangle$. Korelacja dodatnia oznacza, że ceny i stopy zwrotu zmieniają się w tym samym kierunku (stopy zwrotu kształtują się jednocześnie albo powyżej, albo poniżej średniej). Korelacja ujemna oznacza, że wzrostowi cen jednego instrumentu towarzyszy zwykle spadek cen drugiego (a zatem gdy stopa zwrotu jednego waloru jest powyżej średniej, stopa zwrotu drugiego jest zwykle poniżej średniej). Wartości skrajne oznaczają oczywiście skrajnie silną ujemną i skrajnie silną dodatnią korelację między stopami zwrotu dwóch instrumentów finansowych. Wartość 0 oznacza brak związku między kształtowaniem się stóp zwrotu obu walorów.

Przykład 4.5. Współczynnik korelacji a ryzyko portfela

Założmy, że na podstawie danych historycznych oszacowano podstawowe cechy kwartalnych stóp zwrotu dwóch akcji A i B. Akcja A charakteryzowała się wyższą średnią stopą zwrotu równą 10%, ale jednocześnie wyższym ryzykiem (możliwe stopy zwrotu odchodziły się od średniej przeciętnie o 5 punktów procentowych). Średnia stopa zwrotu akcji B wynosiła 5% przy odchyleniu standardowym na poziomie 3 punktów procentowych.

Założmy, że zakupimy akcję A za kwotę 2500 zł i akcję B za kwotę 7500 zł, a zatem udział akcji A wyniesie $2500 \text{ zł} / (2500 \text{ zł} + 7500 \text{ zł}) = 0,25$, zaś udział akcji B wyniesie $0,75$. Średnia stopa zwrotu takiego portfela wynosiłaby wówczas:

$$E(R_p) = E(R_1) \cdot w_1 + E(R_2) \cdot w_2 = 0,1 \cdot 0,25 + 0,05 \cdot 0,75 = 0,0625 (6,25\%).$$

Jak ukształtuje się odchylenie standardowe stóp zwrotu takiego portfela? Zależy ono od współczynnika korelacji między stopami stóp zwrotu obu akcji:

$$\sigma_p = \sqrt{w_1^2 \sigma_{R1}^2 + w_2^2 \sigma_{R2}^2 + 2 \cdot w_1 \cdot w_2 \cdot \rho_{1,2} \cdot \sigma_{R1} \cdot \sigma_{R2}}.$$

Jeżeli współczynnik korelacji wyniósłby (-1) , to:

$$\sigma_p = \sqrt{0,25^2 \cdot 0,05^2 + 0,75^2 \cdot 0,03^2 + 2 \cdot 0,25 \cdot 0,75 \cdot (-1) \cdot 0,05 \cdot 0,03} = 0,01 (1 p.p.),$$

a zatem możliwe kwartalne stopy zwrotu mogłyby odchylić się od średniej kwartalnej stopy zwrotu zaledwie o 1 punkt procentowy (nastąpiłaby wyraźna redukcja ryzyka):

a) jeżeli współczynnik korelacji wyniósłby 0, to:

$$\sigma_p = \sqrt{0,25^2 \cdot 0,05^2 + 0,75^2 \cdot 0,03^2 + 2 \cdot 0,25 \cdot 0,75 \cdot 0 \cdot 0,05 \cdot 0,03} = 0,257 (2,57 p.p.),$$

a zatem nastąpiłaby redukcja ryzyka do 2,57 punktów procentowych;

b) jeżeli współczynnik korelacji wyniósłby 0,4, to:

$$\sigma_p = \sqrt{0,25^2 \cdot 0,05^2 + 0,75^2 \cdot 0,03^2 + 2 \cdot 0,25 \cdot 0,75 \cdot 0,4 \cdot 0,05 \cdot 0,03} = 0,0298 (2,98 p.p.),$$

a zatem wciąż ryzyko portfela byłoby niższe niż ryzyko inwestycji w pojedynczy walor;

c) jeżeli współczynnik korelacji wyniósłby 1, to:

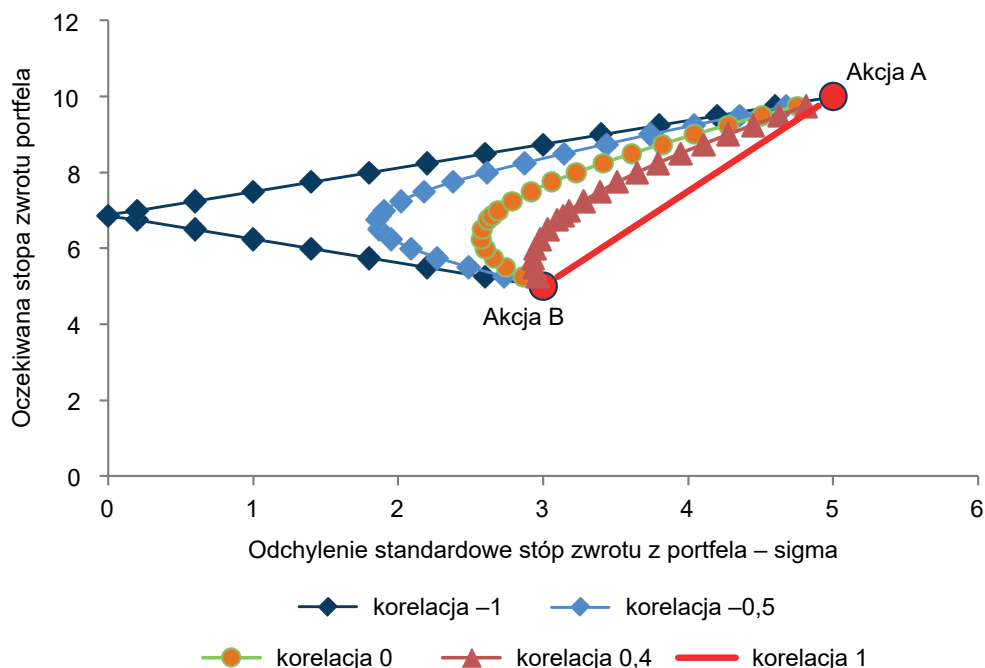
$$\sigma_p = \sqrt{0,25^2 \cdot 0,05^2 + 0,75^2 \cdot 0,03^2 + 2 \cdot 0,25 \cdot 0,75 \cdot 1 \cdot 0,05 \cdot 0,03} = 0,035 (3,5 p.p.),$$

a zatem ryzyko portfela byłoby proporcjonalne do udziału akcji w portfelu, bowiem

$$\sigma_p = 0,25 \cdot \sigma_p + 0,75 \cdot \sigma_p.$$

Effekt dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, czyli spadek odchylenia standardowego stóp zwrotu, jest tym większy, im niższy jest współczynnik korelacji między walorami. Zależy też od udziałów walorów w portfelu. Rysunek 4.3 przedstawia, jak różnie mogą się ukształtować charakterystyki portfela złożonego z dwóch akcji A i B, przy różnych wartościach współczynnika korelacji i różnych udziałach tych akcji w portfelu. Jak widać, w skrajnym (czysto teoretycznym) przypadku, gdy współczynnik korelacji równa się (-1) , można znaleźć takie udziały walorów, by ryzyko ograniczyć do zera.

W praktyce trudno jest znaleźć walory, które byłyby silnie ujemnie skorelowane. Nawet jednak przy umiarkowanych pozytywnych korelacjach można osiągnąć efekty dywersyfikacji. Warto ustalić strukturę portfela (czyli udziały poszczególnych instrumentów finansowych w portfelu) tak, aby minimalizować jego odchylenie standardowe. Można też poszukiwać struktury portfela, która



Rysunek 4.3. Dywersyfikacja ryzyka portfela w zależności od współczynnika korelacji między stopami zwrotu akcji A i B

Źródło: opracowanie własne.

pozwole na maksymalizację relacji średniej jego stopy zwrotu do odchylenia standardowego stóp zwrotu. Ta relacja jest jedną z wielu miar stosowanych do oceny efektywności portfeli inwestycyjnych, jakimi są na przykład fundusze inwestycyjne.

Na koniec warto wspomnieć, że stopy zwrotu portfeli inwestycyjnych zawsze są powiązane w większym lub mniejszym stopniu z wahaniami koniunktury (hossą lub bessą giełdową). Istnieją jednak inwestorzy, którzy wierzą, że można konstruować portfel papierów wartościowych tak, aby pokonywać rynek, czyli osiągać stopy zwrotu wyższe niż średnie na rynku. Stosują oni wówczas tzw. aktywne strategie zarządzania portfelem aktywów. Wykorzystując różne metody, próbują przewidywać ruchy cen rynkowych oraz próbują rozpoznawać, które aktywa (głównie akcje) są w danej chwili niedoszacowane, a które przeszacowane, identyfikując w ten sposób najlepsze momenty kupna lub sprzedaży. Najbardziej znane metody określa się mianem metod analizy technicznej lub analizy fundamentalnej. **Analiza techniczna** (<https://www.edukacjagieldowa.pl/gieldowe-abc/analiza-techniczna>) to zbiór metod wykorzystujących histo-

ryczne i krótkoterminowe poziomy cen i wolumenu obrotu do prognozowania zmian cen w przyszłości. Jej stosowanie jest ułatwione dzięki dostępności odpowiednich aplikacji internetowych (<https://www.parkiet.com.pl/>). **Analiza fundamentalna** (<https://www.edukacjagieldowa.pl/gieldowe-abc/analiza-fundamentalna/>) wykorzystuje długoterminowe dane o sytuacji gospodarczej krajów, branż i spółek w celu wyceny papierów wartościowych.

Pytania i zadania otwarte

1. Wyjaśnij, na czym polega mobilizacja kapitału na rynku finansowym.
2. Jaka umowna granica czasowa oddziela kapitał krótkoterminowy od długoterminowego?
3. Co oznacza, że nadzór nad rynkiem finansowym jest zintegrowany?
4. Na czym polega polityka makroostrożnościowa i dlaczego jest prowadzona?
5. Wyjaśnij, czym różni się sposób zarabiania dealera od brokera.
6. Na czym polega rola izb rozliczeniowych w organizowaniu obrotu na rynku finansowym?
7. Jakie są cechy przedsiębiorstw emitujących krótkoterminowe papiery komercyjne? Dlaczego tylko takie przedsiębiorstwa są emitentami tych walorów?
8. Jakie elementy musi zawierać weksel, aby był pełnoprawnym środkiem płatniczym?
9. Co ekspozuje inwestora na większe ryzyko: inwestycja w opcję czy w kontrakt terminowy? Uzasadnij, dlaczego.
10. Na czym polega mechanizm dźwigni finansowej?
11. Sprawdź, jak różne indeksy opisują zmiany koniunktury na GPW w Warszawie. Możesz to zrobić tutaj: <https://gpwbenchmark.pl/opisy-indeksow/>. Czy już wiesz, jaka jest różnica między indeksem WIG20 a indeksem WIG?
12. Sprawdź i skomentuj, jak w ostatnich dziesięciu latach kształtowała się wartość indeksu WIG na tle na przykład DJIA czy S&P 500, czyli na tle indeksów największej giełdy na świecie New York Stock Exchange. Możesz to zrobić na stronie <https://stooq.pl/>, kwotując WIG, DJI i SPX.
13. U.S. Security and Exchange Commission jest podmiotem, który oprócz nadzoru nad rynkiem finansowym tworzy regulacje dotyczące rynku papierów wartościowych w USA. Sprawdź, które inne instytucje nadzoru na świecie mają podobne uprawnienia.
14. Poszukaj informacji na temat polityki mikro- i makroostrożnościowej i porównaj je.
15. W ostatnich latach na GPW w Warszawie notowane są akcje około 450 przedsiębiorstw. Sprawdź, ile przedsiębiorstw jest notowanych na największych giełdach świata i jak nazywają się indeksy tych giełd. Ranking takich giełd bez trudu znajdziesz na przykład na stronach <https://www.lynxbroker.pl/edukacja/10-najwiekszych-rynkow-gieldowych-na-swiecie/> oraz <https://admiralmarkets.com/pl/education/articles/forex-basics/najwazniejsze-gieldy-papierow-wartosciowych-na-swiecie>
16. Na stronie KNF (<https://www.knf.gov.pl/>) poszukaj informacji o towarzystwach funduszy inwestycyjnych (TFI). Pożyteczny może być też link: <https://www.bankier.pl/fundusze>. Odwiedź strony różnych TFI i porównaj Karty produktu i Kluczowe Informacje dla Inwestorów (KIID) funduszy o podobnych nazwach (na przykład fundusz akcji polskich, fundusz zrównoważony, fundusz obligacji korporacyjnych). Co możesz powiedzieć o pobieranych przez te fundusze opłatach, stopie zwrotu i ich profilu ryzyka?

Pytania zamknięte

- 4.1. Które spośród poniższych działań nie zachodzi na rynku kapitałowym
 - a) kupno akcji spółki giełdowej,
 - b) emisja obligacji przez spółkę giełdową,
 - c) wpłacenie pieniędzy na dwumiesięczną lokatę bankową,
 - d) nabycie jednostek uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym.
- 4.2. Wskaźnikiem koniunktury giełdowej jest
 - a) kapitalizacja giełdy,
 - b) indeks giełdowy,
 - c) wolumen obrotu,
 - d) Komisja Nadzoru Finansowego.
- 4.3. Uczestnikiem rynku wtórnego papierów wartościowych nie jest
 - a) indywidualny inwestor,
 - b) emitent papieru wartościowego,
 - c) dom maklerski,
 - d) fundusz inwestycyjny.
- 4.4. Które z instrumentów są instrumentami dłużnymi
 - a) bon skarbowy,
 - b) akcja,
 - c) tytuł uczestnictwa,
 - d) obligacja.
- 4.5. Z których rad powinien skorzystać inwestor dywersyfikujący ryzyko portfela
 - a) kupuj akcje, których stopy zwrotu są silnie pozytywnie skorelowane,
 - b) kupuj akcje, których stopy zwrotu charakteryzują się niskim poziomem współczynnika korelacji,
 - c) kupuj akcje spółek tej samej branży,
 - d) kupuj akcje spółek z różnych branż, które nie są wzajemnie powiązane.
- 4.6. Zauważono, że kiedy stopy zwrotu jednego instrumentu są powyżej oczekiwanej stopy zwrotu, a drugiego instrumentu są poniżej oczekiwań – co to oznacza
 - a) występuje ujemna korelacja między stopami zwrotu tych instrumentów,
 - b) występuje dodatnia korelacja między stopami zwrotu tych instrumentów,
 - c) występuje brak korelacji między stopami zwrotu tych instrumentów,
 - d) nie warto łączyć takich instrumentów w portfelu inwestycyjnym.
- 4.7. Dywersyfikacja portfela inwestycyjnego ma na celu
 - a) redukcję ryzyka inwestycyjnego portfela,
 - b) maksymalizację stopy zwrotu portfela,
 - c) osiągnięcie właściwej relacji między kapitałem własnym i obcym,
 - d) wejście spółki na giełdę.
- 4.8. Próba rozpoznawania powtarzających się formacji na wykresach historycznych notowań akcji w celu rozpoznania właściwego momentu kupna lub sprzedaży to element:
 - a) analizy fundamentalnej,
 - b) analizy wskaźnikowej,
 - c) analizy technicznej,
 - d) analizy SWOT.

- 4.9. Określ, czy poniższe zdania są prawdziwe, czy fałszywe
- a) osoba fizyczna może kupić w PKO BP hurtowe obligacje skarbowe,
 - b) Rynek Catalyst to rynek, na którym notowane są akcje największych przedsiębiorstw,
 - c) na NewConnect obraca się akcjami małych i średnich przedsiębiorstw, które z różnych względów nie mogą być notowane na GPW w Warszawie,
 - d) posiadacz obligacji nie może ich sprzedać na rynku wtórnym, a na zwrot kapitału czeka do dnia wykupu obligacji,
 - e) największy efekt dywersyfikacji osiągany jest wówczas, gdy stopy zwrotu papierów wartościowych są pozytywnie skorelowane,
 - f) nabywca opcji kupna zrealizuje opcję, jeżeli cena wykonania opcji jest niższa niż cena aktywa bazowego.

Zadania rachunkowe

- 4.1. Cena akcji spółki A zmieniała się z poziomu 100 do 125 zł, cena akcji B wzrosła z 600 do 630, zaś cena akcji C spadła ze 120 do 96 zł. Jaka jest zatem stopa zwrotu z portfela złożonego z tych akcji, jeżeli wiadomo, że udziały tych akcji w portfelu ukształtowały się na poziomach (odpowiednio): 0,5; 0,25 i 0,25?
- 4.2. Miesięczne stopy zwrotu z akcji A odchylają się od średniej przeciętnie o 5 punktów procentowych, zaś miesięczne stopy zwrotu akcji B odchylają się od średniej przeciętnie o 10 punktów procentowych. Jakie jest odchylenie standardowe stóp zwrotu z portfela przy założeniu, że inwestor przeznaczył te same kwoty na zakup obu akcji, a korelacja między stopami zwrotu tych akcji wynosi 0,2.
- 4.3. Oblicz stopę dyskonta i stopę zwrotu z inwestycji w bony skarbowe o wartości nominalnej 10 000 zł i z terminem wykupu za 1 rok. Skarb Państwa, który potrzebuje gotówki już dziś, sprzedaje je za 9500 zł.
- 4.4. Oblicz stopę zwrotu z funduszu inwestycyjnego, wiedząc, że cena tytułu uczestnictwa wynosi na początku roku 245 zł i na końcu roku spada o 10%. Opłata za nabycie wynosi 1,75% zainwestowanych środków, a opłata za zarządzanie 2,15% wartości zarządzanych aktywów. Inwestor wpłaca na początku roku 10 000 zł.
- 4.5. Inwestor nabył za 40 zł prawo kupna za trzy miesiące za 650 zł akcji, których bieżący kurs wynosi 640 zł. Ile wyniesie zysk/strata inwestora, jeżeli kurs akcji w terminie zapadalności opcji za trzy miesiące wyniesie 700 zł, a ile gdy będzie to 600 zł?

Zalecana literatura

- Dębski, W. (2014). *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*. Warszawa: PWN.
- Banaszczak-Soroka, U. (red.) (2019). *Rynki finansowe. Organizacja, instytucje, uczestnicy*. Warszawa: C.H. Beck.
- Jajuga, K. i Jajuga, T. (2015). *Inwestycje: instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*. Warszawa: Wydawnictwo PWN.
- Ostrowska, E. (2020). *Behawioralny portfel inwestycyjny*. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Perez, K. (2012). *Efektywność funduszy inwestycyjnych. Podejście techniczne i fundamentalne*. Warszawa: Difin.
- Zaremba, A. (2014). *Giełda. Podstawy inwestowania*. Gliwice: Helion.

Rozdział 5

UBEZPIECZENIA GOSPODARCZE

5.1. Zarządzanie ryzykiem

Ryzyko jest zjawiskiem występującym w codzienności wszystkich przedsiębiorstw, gospodarstw domowych, osób fizycznych i innych podmiotów (fundacji, stowarzyszeń, samorządów terytorialnych itp.). Jego występowanie wpływa na rodzaj podejmowanych przez te podmioty decyzji i efekty realizowanej przez nie działalności. To spowodowało, że jest ono od lat przedmiotem badań ekonomistów. Ryzyko jest analizowane przez naukowców z punktu widzenia podmiotu, względem którego może się zrealizować (zmaterializować) – tzw. ryzyko subiektywne, oraz z punktu widzenia osób trzecich (ekspertów) – tzw. ryzyko obiektywne.

Realizacja ryzyka wynika z wystąpienia nieoczekiwanych zdarzeń (zagrożeń), które prowadzą do naruszenia pewnych wartości (niekoniecznie finansowych) istotnych dla przedsiębiorstwa, gospodarstwa domowego czy innego podmiotu. Naruszeniem tym może być utrata składników mienia (pożar nieruchomości, uszkodzenie samochodu), nieoczekiwane obciążenie majątku zobowiązaniami, utrata zdrowia, życia.

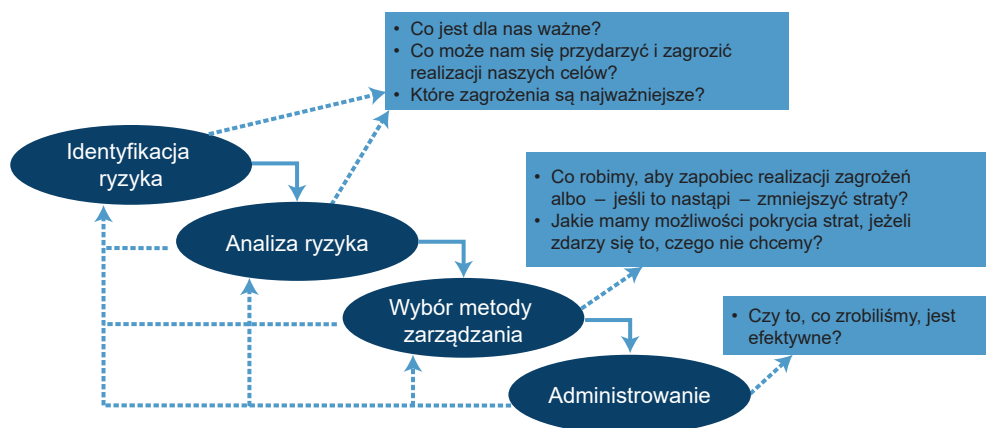
Uwaga badaczy ryzyka koncentruje się bądź to na opisie jakościowym i ilościowym tych zdarzeń (w szczególności na ocenie prawdopodobieństwa ich realizacji), bądź na naruszanych wartościach (identyfikacji tych wartości i określeniu dotkliwości ich naruszenia).

Poznanie ryzyka przez pryzmat zdarzeń (zagrożeń) i ciężaru ich konsekwencji (rodzaju naruszonych wartości i dotkliwości naruszenia) stanowi podstawę podejmowania działań wspierających jego kontrolę.

W przypadku gdy myślimy w kategoriach ryzyka (tzn. że pewne konsekwencje naszych działań, działań innych osób czy zdarzeń mogą, ale nie muszą się przyczynić do zmiany jakichś istotnych dla nas wartości), możemy podejmować działania, aby do pewnych zmian – negatywnie przez nas ocenianych i nieakceptowanych – nie dopuścić. Działania te tworzą proces, który nazywa się zarządzaniem ryzykiem (ang. *risk management*).

Risk management – zarządzanie ryzykiem – to proces obejmujący całokształt działań ukierunkowanych na panowanie nad ryzykiem, nastawionych na zapewnienie bezpieczeństwa działalności i osiągnięcie celów przy zachowaniu optymalnego kosztu ryzyka (Kuchlewska, 2003, s. 70).

Proces zarządzania ryzykiem można podzielić na etapy zaprezentowane na rysunku 5.1.



Rysunek 5.1. Etapy zarządzania ryzykiem – ujęcie syntetyczne

Źródło: opracowanie własne.

W praktyce wykształciły się międzynarodowe standardy zarządzania ryzykiem, które w różny sposób ujmują przedstawiony na rysunku 5.1 proces. W standardach tych przyjmuje się zróżnicowane definicje ryzyka, procesu zarządzania ryzykiem, wskazuje się różną liczbę etapów i realizuje się je odmiennymi metodami*.

* Do najbardziej popularnych standardów należą: Standard zarządzania ryzykiem Federacji Europejskich Stowarzyszeń Zarządzania Ryzykiem (FERMA – Federation of European Risk Management Associations), Zarządzanie ryzykiem korporacyjnym – zintegrowana struktura ramowa – standard Komitetu Organizacji Sponsorujących Komisję Treadwaya

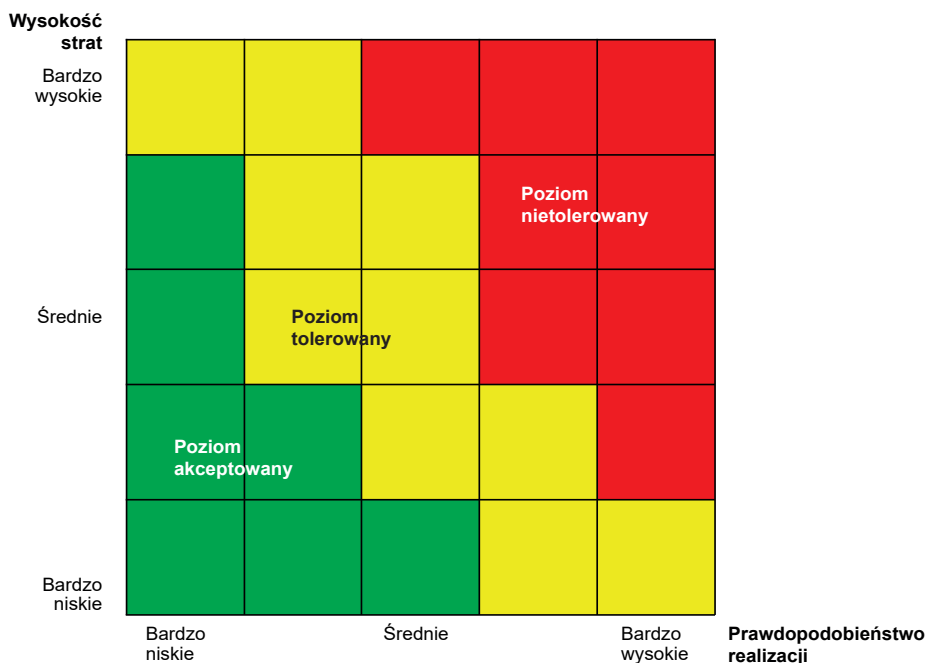
Zarządzanie ryzykiem może stosować podmiot w życiu prywatnym i jest to wówczas proces nierzadko intuicyjny. W odniesieniu do organizacji zarządzanie odbywa się często w sposób usystematyzowany, zgodnie z wymienionymi wcześniej standardami i przy pomocy specjalistów z zewnątrz. Punktem wyjścia jest odpowiedź na pytanie: co chronić? W przypadku organizacji, na przykład przedsiębiorstwa, odpowiedź ta powinna być zgodna z celami strategicznymi tego przedsiębiorstwa, którymi mogą być przykładowo zwiększenie wartości przedsiębiorstwa, zwiększenie zysków, osiągnięcie pozycji lidera w danej branży itd. Kiedy jest jasno określone, czego zarządzający przedsiębiorstwem chce, mogą zostać określone te możliwe stany, których zarządzający nie akceptuje. W ten sposób konstruowane jest ryzyko dla danego przedsiębiorstwa. To pozwala na zidentyfikowanie zagrożeń, czyli bezpośrednich przyczyn realizacji ryzyka*. Zagrożenia mogą mieć różne pochodzenie, w tym naturalne (na przykład powódź), techniczne (na przykład zmiana technologii), demograficzne (na przykład starzenie się społeczeństwa), gospodarcze (na przykład niskie stopy procentowe), ustrojowe (na przykład zmiany w zakresie systemu politycznego), ideologiczne (na przykład wzrost postaw ekstremalnych) itd. Zagrożenia mogą dotyczyć różnych obszarów przedsiębiorstwa: (1) mienia (majątku trwałego i obrotowego, na przykład maszyn, materiałów do produkcji, półproduktów, posiadanych systemów zabezpieczeń); (2) zasobów ludzkich (w podziale na pracowników kluczowych, średnio istotnych i nieistotnych); (3) dostawców pozostałych czynników produkcji, cen i poziomu jakości tych czynników; (4) odbiorców produktów (ilości, struktury, preferencji itd.); (5) odpowiedzialności cywilnej, karnej i administracyjnej. Zagrożenia mogą być ze sobą powiązane (występuje efekt domina) i należy je rozpatrywać w kontekście konkretnego przedsiębiorstwa, jego lokalizacji i czasu. Identyfikacja zagrożeń jest bardzo istotnym etapem, na którym można wykorzystywać różne techniki, na przykład burzę mózgów, wywiady częściowo lub całkowicie ustrukturyzowane, listę kontrolną, metodę delficką, a także szereg innych metod, które są pomocne także przy realizacji kolejnego etapu, jakim jest analiza ryzyka.

Analiza ryzyka ma umożliwić odpowiedź na pytanie: które z szerokiej listy zidentyfikowanych zagrożeń są najważniejsze. Pozwala to podjąć decyzję dotyczącą tego, którymi zagrożeniami należy się zająć w pierwszej kolejności. Każde z zagrożeń opisuje się na tym etapie za pomocą dwóch charakterystyk: prawdo-

(COSO II – The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission), Australijskie i nowozelandzkie standardy zarządzania ryzykiem AS/NZS 4360:2004, Międzynarodowa norma zarządzania ryzykiem – standard ISO 31000.

* W nomenklaturze często używa się zamiast określenia „zagrożenie” terminu „ryzyko”.

podobieństwa realizacji oraz skutków. Należy pamiętać, że skutki nie ograniczają się jedynie do następstw bezpośrednich (na przykład koszt naprawy maszyny), ale także pośrednich (na przykład kary umowne za nieterminowe wywiązanie się z dostaw). Opis prawdopodobieństwa i skutków może być jakościowy lub ilościowy, wykorzystuje się w nim szereg różnorodnych metod, w tym między innymi metodę „co, jeśli”, analizę scenariuszy czy tworzenie matrycy skutek/prawdopodobieństwo. Wynik tej ostatniej metody prezentuje rysunek 5.2.



Rysunek 5.2. Przykładowa matryca ryzyka

Źródło: opracowanie własne.

Położenie danego zagrożenia na matrycy ryzyka pozwala na: 1) stwierdzenie, czy znajduje się ono na poziomie akceptowanym*, tolerowanym** czy nietolerowanym*** i w konsekwencji czy względem tego zagrożenia powinny zostać podjęte określone działania oraz 2) jaki – co do zasady – powinien być charakter tych działań. Generalnie dąży się do tego, by zagrożenia znalazły

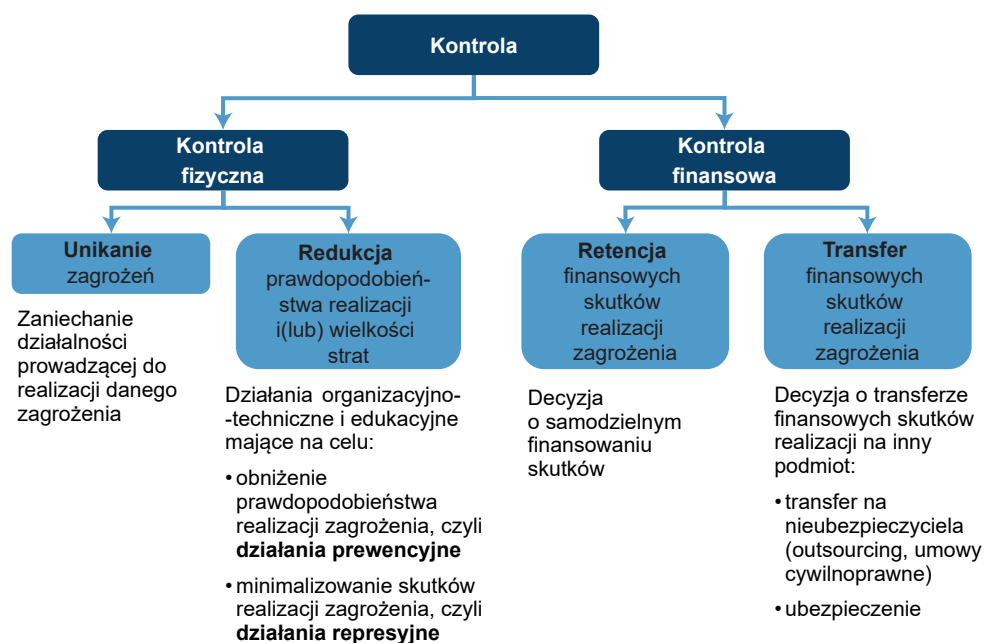
* Nie jest konieczna formalna ingerencja, dodatkowe szczególne działania.

** Korzyści bilansują koszty danego zagrożenia, ale konieczna jest jego redukcja.

*** Te zagrożenia określa się jako poważne lub krytyczne. Nierzadko korzyści nie są w stanie zbilansować kosztów, wówczas jedynym rozwiązaniem jest unikanie takiego zagrożenia.

się w obszarze akceptowanym. Oznacza to, że dla zagrożeń o nieakceptowanym poziomie prawdopodobieństwa rekomenduje się działania zapobiegawcze (prewencyjne, czyli takie, które zmniejszają prawdopodobieństwo zajścia), natomiast dla zagrożeń o nieakceptowanym poziomie strat – działania represyjne (zagrożenie występuje, ale minimalizuje się jego skutki). Na tym etapie także można wskazać te zagrożenia, które wymagają dodatkowej, szczegółowej analizy (ponieważ przykładowo dane, którymi dysponujemy w odniesieniu do ich skutków i prawdopodobieństwa zajścia, są niepełne lub mało wiarygodne, a zagrożenia generują poważne skutki dla organizacji).

Decyzje w zakresie konkretnego postępowania względem zagrożeń są podejmowane na etapie kolejnym, tj. wyboru metody zarządzania (kontroli). Schemat dostępnych metod został zaprezentowany na rysunku 5.3.



Rysunek 5.3. Metody kontroli

Źródło: opracowanie własne.

Początkowo należy rozważyć, czy danego zagrożenia nie można uniknąć (na przykład czy nie można zrezygnować ze współpracy z odbiorcą, który nie wywiązuje się z płatności w terminie). W przypadku gdy to jest niemożliwe lub gdy tego nie chcemy (ten odbiorca jest dla przedsiębiorstwa z różnych względów istotny), rozważa się zastosowanie działań redukcyjnych – zapo-

biegawczych (na przykład zwiększenie kar umownych) lub represyjnych (na przykład współpracę z windykatorem). Celem tych działań jest zmniejszenie prawdopodobieństwa lub skutków realizacji zagrożenia, jednak nie są one w stanie ich całkowicie wyeliminować. W związku z tym konieczne jest rozważenie, z jakich środków zostaną pokryte straty, które mogą wystąpić – własnych czy obcych? Samodzielnie finansowanie skutków następuje najczęściej z wcześniej utworzonych na tę okoliczność rezerw (tzw. samoubezpieczenie). W sytuacji gdy skutki finansowe mają zostać pokryte przez podmiot zewnętrzny, można skorzystać z różnorodnych instrumentów – od stworzonego w tym celu ubezpieczenia (na przykład ubezpieczenia kredytu kupieckiego) po inne umowy cywilnoprawne (na przykład pożyczki). Kontrolę fizyczną i finansową można łączyć w różnorodnych konfiguracjach, a dla danego zagrożenia można wybrać po kilka instrumentów z obu grup.

Ostatnim etapem zarządzania ryzykiem jest administrowanie. Dokonuje się wówczas długookresowego porównania kosztów, które zostały poniesione na zarządzanie ryzykiem, i strat, jakie poniosłoby przedsiębiorstwo, gdyby zarządzania ryzykiem nie prowadzono. Na tej podstawie można modyfikować cały proces, optymalizując koszt ryzyka. To optymalizacja bowiem – a nie całkowita eliminacja ryzyka – jest celem procesu zarządzania ryzykiem.

Branża ubezpieczeniowa wspiera swoich klientów w procesie zarządzania ryzykiem. Przykładowo na rynku niemieckim stowarzyszenie niemieckich ubezpieczycieli jest właścicielem VdS Schadenverhütung GmbH. Jest to uznany na rynku międzynarodowym podmiot wykonujący ocenę ryzyka, kontrolę dokumentacji, certyfikujący i prowadzący szeroko zakrojone działania edukacyjne. Na rynku w Polsce spółkę taką utworzyła grupa PZU oraz Ergo Hestia.

5.2. Ubezpieczenie jako urządzenie gospodarcze

Ubezpieczenie to „usługa, której zadaniem jest łagodzenie (lub w pełni likwidowanie) negatywnych skutków zdarzeń losowych przez rozłożenie ciężaru tego łagodzenia na wiele jednostek, którym takie zdarzenia zagrażają” (Sangowski, 2000, s. 45).

Definicja ta wskazuje cel ubezpieczenia dla korzystającego z ochrony ubezpieczeniowej, tj. niwelowanie negatywnych (z punktu widzenia wartości da-

nego podmiotu) skutków zdarzeń losowych. Zdarzenie losowe jest pojęciem funkcjonującym w teorii prawdopodobieństwa. Ma ono jednak także swoją definicję prawną. Ustawa o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Ustawa z dnia 11 września 2015 r., art. 3, ust. 1, pkt 57) określa je jako „niezależne od woli ubezpieczającego lub ubezpieczonego zdarzenie przyszłe i niepewne, którego wystąpienie powoduje uszczerbek w dobrach osobistych lub w dobrach majątkowych albo zwiększenie potrzeb majątkowych po stronie ubezpieczającego lub innej osoby objętej ochroną ubezpieczeniową”. Definicja ubezpieczenia opisuje ponadto mechanizm ubezpieczania. Chodzi bowiem o to, że wiele jednostek narażonych na skutki tego samego zdarzenia losowego tworzy przez swoje wpłaty (składki) **fundusz ubezpieczeniowy** umożliwiający świadczenie kompensacji niektórym z nich w sytuacji realizacji tego zdarzenia (w postaci rzeczowej lub pieniężnej).

Ubezpieczający, płacąc **składkę ubezpieczeniową**, uiszcza cenę za usługę i zasila fundusz ubezpieczeniowy. Regulacje prawne stanowią, że umowa ubezpieczenia jest zawsze odpłatna (tzn. że składka ubezpieczeniowa jest zawsze większa niż 0) oraz że wysokość tej składki ustala zawsze zakład ubezpieczeń (a nie przykładowo minister czy jakikolwiek inny podmiot). Należy odróżnić składkę ubezpieczeniową od stawki wyrażonej w procentach lub promilach. Wysokość składki obliczamy jako iloczyn stawki oraz sumy ubezpieczenia*. Suma ubezpieczenia wyznacza górną granicę odpowiedzialności ubezpieczyciela. Suma ubezpieczenia w ubezpieczeniach majątkowych jest zależna od wartości ubezpieczanego majątku, natomiast w ubezpieczeniach osobowych, gdzie wartości ubezpieczanego dobra (na przykład życia) nie można wycenić, ma charakter umowny.

Na świecie funkcjonują także nietradycyjne formy ubezpieczenia. Przykładem jest amerykański insur-tech Lemonade. Potencjalny klient rozmawia z AI botem i personalizuje swoje ubezpieczenie, zawarcie umowy trwa około trzy minuty. Składka jest traktowana jako własność ubezpieczającego. Na pokrycie kosztów funkcjonowania jest pobierany stały procent składki miesięcznej, a pozostała kwota służy pokryciu szkód. To, co pozostanie, jest przekazywane na cel charytatywny, który wybierze klient.

Wysokość stawki ubezpieczeniowej zależy przede wszystkim od tego, na ile prawdopodobne jest zajście zdarzenia ubezpieczeniowego (na przykład kradzieży samochodu, śmierci ubezpieczonego), które wiąże się z wypłatą świadczenia o określonej wielkości. Stąd przed zawarciem umowy ubezpieczenia należy odpowiedzieć na szereg pytań dotyczących na przykład wieku

* W ubezpieczeniach odpowiedzialności cywilnej zamiast sumy ubezpieczenia występuje suma gwarancyjna.

samochodu, stanu technicznego, zabezpieczeń antykradzieżowych czy – w odniesieniu do ubezpieczenia na wypadek śmierci – wieku ubezpieczonego, jego stanu zdrowia, rodzaju wykonywanej pracy itp. Z tego powodu nie ma jednej stałej ceny dla wszystkich za dane ubezpieczenie. Drugim bardzo istotnym czynnikiem wpływającym na wysokość składki ubezpieczeniowej jest przyjęta przez ubezpieczyciela w kalkulacjach stopa procentowa. Stopa ta odzwierciedla tempo, w jakim ubezpieczyciel zakłada, że jest w stanie w ciągu roku powiększyć otrzymane środki. Ubezpieczyciel bowiem inwestuje środki otrzymane od ubezpieczających. Im wyższą stopę procentową przyjmie ubezpieczyciel, tym niższą składkę ubezpieczeniową może pobrać. Stopa procentowa odgrywa istotną rolę w ubezpieczeniach długoterminowych.

Do oceny ryzyka w ubezpieczeniach komunikacyjnych można stosować telemetrię, która pozwala na zdalną rejestrację danych samochodu w czasie rzeczywistym, w tym jego prędkość, przyspieszenie, obroty silnika, siłę hamowania. Umożliwia to ocenę stylu jazdy kierowcy i poziomu bezpieczeństwa, co się przekłada na prawdopodobieństwo spowodowania zdarzenia drogowego. Takie rozwiązania w Polsce jako pierwsza zastosowała Ergo Hestia i Yanosik, tworząc produkt YU! (<https://payhowyudrive.pl/>).

Na świecie coraz większą popularność zdobywają też ubezpieczenia, których składka, np. za ubezpieczenie samochodu czy roweru, jest pobierana w zależności od przejechanych kilometrów lub czasu użytkowania (zob. np. <https://www.slice.is/>).

Tworzenie funduszu ubezpieczeniowego przez lub na rzecz ubezpieczonych narażonych na to samo ryzyko, a także przeznaczanie tego funduszu na kompensację (świadczenia finansowe lub rzeczowe) dla podmiotów, względem których ryzyko się zrealizowało, jest charakterystyczne zarówno dla ubezpieczeń gospodarczych, jak i społecznych. Pozostałe elementy funkcjonowania ubezpieczeń społecznych i gospodarczych są jednak zasadniczo różne (tabela 5.1).

Ubezpieczenia społeczne są instrumentem stosowanym w ramach zabezpieczenia społecznego i pokrywają ryzyko społeczne (socjalne), na przykład dożycie wieku emerytalnego, trwałą lub okresową niezdolność do pracy, śmierć żywiciela, wypadek przy pracy lub chorobę zawodową, chorobę, bezrobocie. To państwo jest odpowiedzialne za stworzenie ram organizacyjnych, instytucjonalnych i prawnych funkcjonowania ubezpieczeń społecznych. W Polsce instytucjami, które zajmują się organizacją ubezpieczeń społecznych, są Zakład Ubezpieczeń Społecznych (ZUS) oraz Kasa Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego (KRUS). Jednocześnie stosowany jest przymus ubezpieczeniowy, którego skutkiem jest wysoka powszechność ubezpieczeń społecznych. W celu objęcia ubezpieczeniem społecznym podmiot nie zawiera umowy cywilnoprawnej z ZUS lub KRUS, ale wystarczy jego zgłoszenie do ZUS lub KRUS.

Tabela 5.1. Ubezpieczenia społeczne (publiczne) a ubezpieczenia gospodarcze (prywatne) – różnice

Ubezpieczenia społeczne	Ubezpieczenia gospodarcze
Sfera publiczna (zabezpieczenie społeczne)	Sfera prywatna (gospodarowanie)
Państwo jako podmiot odpowiedzialny za organizację	Podmiot zagrożony odpowiada za „działania ubezpieczeniowe”
Notyfikacja uprawnień (zgłoszenie do ubezpieczenia)	Nawiązywanie stosunku cywilnoprawnego (umowa ubezpieczenia)
Wkład pieniężny = wielkość uzależniona od dochodu z pracy (ang. <i>payroll tax</i>)	Składka ubezpieczeniowa (ang. <i>premium</i>)
Stawka opłaty (w %) – przede wszystkim efekt konsensusu politycznego	Stawka (w %) – zmienna, zależna od czynników indywidualnych, ustalana przez ubezpieczyciela
Pozyskane środki to pieniądze publiczne	Niewykluczone subsydiowanie ze środków publicznych
Przykład: publiczne ubezpieczenie zdrowotne, ubezpieczenie emerytalne w ZUS	Przykład: ubezpieczenie OC kierowcy, ubezpieczenie od kradzieży z włamaniem, ubezpieczenie przerw w działalności

Źródło: opracowanie własne.

Ubezpieczenia gospodarcze pokrywają skutki realizacji zagrożeń dotyczących zarówno dóbr osobistych (na przykład zdrowie, życie, zdolność do pracy), jak i majątkowych. Z reguły mają charakter dobrowolny i to podmiot samodzielnie decyduje, czy i w jakim zakresie skorzysta z ochrony ubezpieczeniowej. Jest ona świadczona przez zakłady ubezpieczeń (na przykład PZU SA, Generali Życie T.U. S.A., Pocztowe TUW) i bezwzględnie konieczne jest zawarcie umowy ubezpieczenia, aby móc być objętym ochroną. W ubezpieczeniach społecznych stawka nie jest uzależniona od czynników indywidualnych (jak w ubezpieczeniach gospodarczych), ale jest rodzajem konsensusu politycznego, uwzględniającego wysokość kosztów pracy, dochodów uczestników systemu i przewidywanego poziomu wydatków. Wysokość składki (płaconej przez ubezpieczonego, jego pracodawcę lub państwo, bowiem dopuszczone są wszelkiego rodzaju dopłaty do funduszu) zależy zatem od (jednolitej) stawki i wielkości zarobków ubezpieczonego*. W ubezpieczeniach gospodarczych stawki są zróżnicowane indywidualnie, a składka jest iloczynem stawki i przyjętej sumy ubezpieczenia lub sumy gwarancyjnej. Pozyskane ze składek na ubezpieczenia społeczne środki to środki publiczne. Z kolei środki ze składek na ubezpieczenia gospodarcze są własnością zakładu ubezpieczeń, choć nie wyklucza to możliwości dopłat przez państwo do tych środków lub wsparcia ubezpieczycieli

* W przypadku braku dochodów z pracy przyjmuje się na przykład minimalną wielkość wynagrodzenia.

w inny sposób*. Wypłata świadczenia z ubezpieczeń społecznych następuje po realizacji ryzyka (na przykład przejścia na emeryturę) i dodatkowo jest zależna od warunków określonych w odpowiedniej ustawie. Z kolei w ubezpieczeniach gospodarczych świadczenie lub odszkodowanie jest należne w przypadku realizacji wypadku ubezpieczeniowego, a jego wysokość wynika z umowy pomiędzy zakładem ubezpieczeń a ubezpieczającym (o ile postanowienia nie są sprzeczne z bezwzględnie obowiązującymi przepisami prawa). Z uwagi na tak liczne różnice pomiędzy ubezpieczeniami społecznymi i gospodarczymi dalsza część opracowania dotyczy tylko ubezpieczeń gospodarczych. Warto jednak dodać, że te dwie sfery mogą się bardzo dobrze uzupełniać, czego przykładem jest trzeci filar zabezpieczenia społecznego.

Wśród funkcji pełnionych przez ubezpieczenia gospodarcze wymienia się najczęściej trzy podstawowe, tj. **funkcję ochrony ubezpieczeniowej, prewencyjną oraz akumulacji kapitałowej**. Mają one charakter obiektywny, tzn. ich realizacja jest niezależna od warunków ekonomicznych oraz politycznych.

Pierwsza z nich jest uważana za absolutnie nadrzędną. Zakład ubezpieczeń, świadcząc usługę ubezpieczenia, świadczy ochronę ubezpieczeniową. Ochrona ubezpieczeniowa oznacza gotowość ubezpieczyciela do przejścia materialnych i niematerialnych skutków realizacji ryzyka na warunkach i w wysokości określonej w umowie ubezpieczenia. Ewentualna kompensacja szkód (na przykład wypłata odszkodowania) jest konsekwencją wcześniejszej ochrony ubezpieczeniowej, co oznacza, że kompensacja szkód jest wtórna względem ochrony ubezpieczeniowej.

Funkcja prewencyjna polega na podejmowaniu działań, które mają na celu zmniejszenie skutków realizacji ryzyka – ograniczenie ich rozmiarów lub zmniejszenie prawdopodobieństwa realizacji ryzyka. Działania te dzieli się na prewencję ogólną (legislacyjną, niematerialną) oraz prewencję w postaci działania gospodarczego (materialną). Pierwszą – prewencję ogólną – stanowią normy, których celem jest nakłanianie podmiotów do zapobiegania możliwym do przewidzenia zdarzeniom losowym oraz do zmniejszania szkód. Przykładem są normy prawne, w tym istnienie regresu ubezpieczeniowego, obowiązek zapobiegania przez ubezpieczającego lub ubezpieczonego wystąpieniu szkody oraz jej zwiększeniu z sankcją utraty świadczenia (w przypadku rażącego niedbalstwa lub winy umyślnej). Do grupy tej należą także obowiązki stanowione w ramach ogólnych warunków ubezpieczenia, na przykład obowiązki w mo-

* Jak to ma miejsce w ubezpieczeniach upraw i zwierząt gospodarskich, gdzie dopłata do składki wynosi 65%, a oprócz tego państwo oferuje dodatkowe wsparcie dla zakładów ubezpieczeń przy nadmiernych szkodach z tytułu suszy.

mencie powstania szkody czy stosowanie zniżek za dodatkowe zabezpieczenia mienia (w przypadku ubezpieczeń kradzieżowych). Na prewencję materialną składają się konkretne działania zakładów ubezpieczeń. Przykładem mogą być akcje finansowania sprzętu i kursów doszkalających dla straży pożarnej, GOPR czy WOPR. W obliczu COVID-19 zakłady ubezpieczeń podjęły ponadto szereg inicjatyw edukacyjnych oraz wspierających ubezpieczonych (na przykład darmowe konsultacje medyczne).

Funkcja akumulacji kapitału jest funkcją finansową i polega na generowaniu i inwestowaniu tzw. pozytywnych oszczędności. Ubezpieczenia (w szczególności długoterminowe) umożliwiają przesunięcie momentu konsumpcji środków (składka płacona jest dzisiaj, wypłata świadczenia w przyszłości) oraz zmianę charakteru tej konsumpcji. Ubezpieczyciele, inwestując środki funduszu ubezpieczeniowego tworzonego z wpłacanych składek ubezpieczeniowych, w wysokim stopniu uczestniczą w finansowaniu potrzeb państwa, tzn. nabywają emitowane przez nie papiery wartościowe, a także – z uwagi na długoterminowy charakter części umów (ubezpieczenia na życie) – finansują rozciągnięte inwestycje w sferze realnej gospodarki (na przykład poprzez obligacje korporacyjne).

Branża ubezpieczeniowa jest obecnie największym inwestorem instytucjonalnym w Europie. W 2018 r. całkowita wartość inwestycji wyniosła ponad 10 186 bln euro, co stanowiło 58% PKB Unii Europejskiej. 43% aktywów stanowiły obligacje (Insurance Europe 2020, s. 41, 42).

Wskazuje się ponadto na realizację przez ubezpieczenia szeregu innych funkcji, w tym stabilizacji działań przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, wsparcia w zakresie zarządzania ryzykiem czy współfinansowania systemów zabezpieczenia społecznego (emerytalnego i zdrowotnego)*.

Realizacja funkcji ochrony ubezpieczeniowej, ale także częściowo pozostałych funkcji, jest ściśle powiązana z trzema **zasadami ubezpieczeń: realności, pełności i powszechności**. Zasady te oznaczają wymagania, jakie są stawiane usługom ubezpieczeniowym, i zostały krótko scharakteryzowane na rysunku 5.4. Zasada realności jest zasadą bezwzględnie obowiązującą, tzn. musi być zawsze i w całości przestrzegana. Jeżeli ubezpieczenia nie są realne, to automatycznie nie spełniają celu przed nim stawianego, pozostają ubezpieczeniami tylko z nazwy. Dlatego **realność ochrony ubezpieczeniowej jest warunkiem koniecznym istnienia ubezpieczeń** w ogóle. W celu zapewnienia tej realności wprowadzane są gwarancje ekonomiczne i prawne. Pierwsze z nich mają zapewnić, że zakład ubezpieczeń jest w każdym momencie gotowy do wypłaty

* Zobacz na przykład raport opisujący wpływ branży ubezpieczeniowej na życie człowieka, gospodarkę i przedsiębiorstwa w Polsce (PIU 2017).

świadczenia w wysokości wynikającej z umowy ubezpieczenia. W tym celu zakład musi bezwzględnie przestrzegać zasad rządzących gospodarką finansową. Gwarancje prawne mają z kolei zabezpieczać uprawnionych przed nieuzasadnioną odmową wypłaty odszkodowania lub świadczenia, zwłoką w wypłacie czy ustaleniem kwoty odszkodowania/świadczenia na niewłaściwym (zbyt niskim) poziomie. Przykładem gwarancji prawnych jest ustalenie maksymalnego terminu na likwidację szkody czy istnienie instytucji Rzecznika Finansowego. Oba typy gwarancji – ekonomicznych i prawnych – muszą istnieć jednocześnie, aby zapewnić realność ochrony. Inaczej bowiem albo będzie można skutecznie prawnie dochodzić roszczeń, ale dłużnik (ubezpieczyciel) będzie niewypłacalny, albo dłużnik jest w stanie zaspokoić roszczenie, ale nie można go skutecznie prawnie do tego zmusić.

Zasada pełności ochrony ubezpieczeniowej odnosi się do tego, aby odszkodowanie ubezpieczeniowe w pełni pokrywało poniesioną szkodę. Jednak w praktyce występują liczne odstępstwa od tej zasady (jest to zasada względnie obowiązująca). Ubezpieczający rezygnuje z pełności, ponieważ wówczas ubezpieczenie jest tańsze, a zakład ubezpieczeń ogranicza swoją odpowie-



Rysunek 5.4. Zasady ubezpieczeń gospodarczych

Źródło: opracowanie własne.

działność i nie pokrywa w całości szkody, gdyż to skłania ubezpieczającego i ubezpieczonego do większej dbałości o przedmiot ubezpieczenia (działa prewencyjnie) i – co też nie jest bez znaczenia – obniża koszt świadczenia ochrony ubezpieczeniowej (przez co cena za nie jest niższa). Istnieją różne sposoby ograniczenia odpowiedzialności zakładu ubezpieczeń. Do sposobów techniczno-ubezpieczeniowych można zaliczyć: (1) stosowany system odpowiedzialności (proporcjonalnej lub na pierwsze ryzyko), (2) niedoubezpieczenie (czyli sytuację, gdy suma ubezpieczenia jest niższa od wartości ubezpieczanego mienia) oraz (3) stosowanie udziału własnego, fransyzy (redukcyjnej oraz integralnej) czy limitów odpowiedzialności. O zasadzie pełności można mówić tylko w odniesieniu do ubezpieczeń majątkowych, gdyż tylko w tym przypadku można wycenić wielkość szkody i tym samym ocenić, czy otrzymane odszkodowanie ją pokryło.

Zasada powszechności dotyczy tego, że każdy (powszechność podmiotowa) może ubezpieczyć wszystko (powszechność przedmiotowa) od wszystkiego (powszechność w zakresie zagrożeń), o ile ochrona taka jest społecznie lub gospodarczo uzasadniona. Chodzi zatem o to, by – po pierwsze – ten, kto poszukuje ochrony ubezpieczeniowej, mógł ją rzeczywiście znaleźć, oraz – po drugie – by skłonić niektóre podmioty do zawierania odpowiednich ubezpieczeń. Powszechność ubezpieczeń zależy bezpośrednio od stopnia świadomości ubezpieczeniowej społeczeństwa, a państwo w ramach prowadzonej polityki ubezpieczeniowej może uznać przesłanki do wprowadzenia niektórych ubezpieczeń jako obowiązkowych. Niebagatelną rolę w kreowaniu popytu na ubezpieczenia odgrywają też zakłady ubezpieczeń.

5.3. Umowa ubezpieczenia

Nie ma ubezpieczenia gospodarczego bez umowy (**zasada ubezpieczeń umownych**). Dopiero zawarcie umowy ubezpieczenia pozwala na wykorzystanie ubezpieczenia w procesie finansowej kontroli ryzyka. Umowa ubezpieczenia jest umową nazwaną i opisaną w XXVII księdze Kodeksu cywilnego.

Umowa ubezpieczenia to zgodne oświadczenie woli stron, tj. zakładu ubezpieczeń (inaczej: ubezpieczyciela, towarzystwa ubezpieczeniowego, asekuratora) i ubezpieczającego. Umowa ubezpieczenia jest umową jednostronnie kwalifikowaną.

Oznacza to, że jedną ze stron umowy nie może być dowolny podmiot, lecz taki, który – poprzez otrzymanie zezwolenia na prowadzenie działalności ubezpieczeniowej – uzyskał **status zakładu ubezpieczeń**.

Zezwolenie na prowadzenie działalności ubezpieczeniowej jest wydawane przez organ nadzoru, tj. w Polsce Komisję Nadzoru Finansowego, na wniosek jego założycieli (**zasada koncesjonowania działalności ubezpieczeniowej**).

KNF wydaje zezwolenie na prowadzenie działalności w określonym dziale i określonej grupie lub kilku grupach ubezpieczeń wskazanych we wniosku. Ubezpieczenia gospodarcze zostały podzielone w ustawie o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej na działy (dział I i dział II). Dział I – ubezpieczenia na życie – obejmuje pięć grup ubezpieczeń, a dział II – ubezpieczenia majątkowe i pozostałe osobowe – zawiera osiemnaście grup ubezpieczeń (tabela 5.2).

Tabela 5.2. Ustawowy podział ubezpieczeń

Dział I. Ubezpieczenia na życie	Dział II. Ubezpieczenia majątkowe i pozostałe osobowe
1. Ubezpieczenia na życie 2. Ubezpieczenia posagowe, zaopatrzenia dzieci 3. Ubezpieczenia na życie, jeżeli są związane z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym, a także ubezpieczenia na życie, w których świadczenie zakładu ubezpieczeń jest ustalane na podstawie określonych indeksów lub innych wartości bazowych 4. Ubezpieczenia rentowe 5. Ubezpieczenia wypadkowe i chorobowe, jeżeli są uzupełnieniem ubezpieczeń wymienionych w grupach 1–4	1. Ubezpieczenia wypadku (w tym wypadku przy pracy i choroby zawodowej) 2. Ubezpieczenia choroby 3. Ubezpieczenia casco pojazdów lądowych (z wyjątkiem pojazdów szynowych) 4. Ubezpieczenie casco pojazdów szynowych 5. Ubezpieczenia casco statków powietrznych 6. Ubezpieczenia żeglugi morskiej i śródlądowej casco statków 7. Ubezpieczenia przedmiotów w transporcie 8. Ubezpieczenia szkód spowodowanych żywiołami 9. Ubezpieczenia pozostałych szkód rzeczowych 10. Ubezpieczenia odpowiedzialności cywilnej z tytułu posiadania i użytkowania pojazdów lądowych 11. Ubezpieczenia odpowiedzialności cywilnej z tytułu posiadania i użytkowania statków powietrznych 12. Ubezpieczenia odpowiedzialności cywilnej za żeglugę morską i śródlądową 13. Ubezpieczenia odpowiedzialności cywilnej ogólnej 14. Ubezpieczenia kredytu 15. Gwarancja ubezpieczeniowa 16. Ubezpieczenia ryzyka finansowego 17. Ubezpieczenia ochrony prawnej 18. Ubezpieczenia świadczenia pomocy

Źródło: opracowanie własne na podstawie: (Ustawa z dnia 11 września 2015 r.).

Zakład ubezpieczeń nie może prowadzić działalności jednocześnie w I i w II dziale ubezpieczeń (**zasada branżowości**). Nie może też prowadzić innej działalności niż działalność ubezpieczeniowa z wyjątkiem działalności reasekuracyjnej, pośrednictwa przy wykonywaniu czynności bankowych, pośrednictwa w obrocie jednostkami uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, akwizycji na rzecz dobrowolnych funduszy emerytalnych i usług związanych z zabezpieczeniem dokumentów w postaci elektronicznej (**zasada ograniczenia działalności pozaubebezpieczeniowej**).

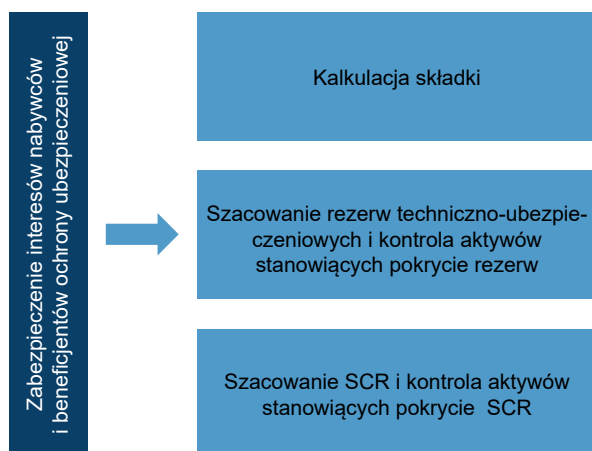
Każdy zakład ubezpieczeń prowadzi działalność w jednej z trzech dostępnych form prawnych (**zasada ograniczonej formy prawnej**). Ubezpieczyciele mogą funkcjonować w formie spółki akcyjnej, spółki europejskiej lub – w służącej wyłącznie ubezpieczeniom gospodarczym – formie towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych. Działalność ubezpieczeniowa w formie spółki akcyjnej lub spółki europejskiej ma charakter komercyjny. Jest nastawiona na realizację korzyści ekonomicznych właścicieli zakładu ubezpieczeń (tj. zysk, wartość przedsiębiorstwa). Towarzystwo ubezpieczeń wzajemnych (Tuw) – jako niekomercyjna forma prawna działalności ubezpieczeniowej – koncentruje się z kolei na zaspokojeniu potrzeb swoich członków dotyczących ochrony ubezpieczeniowej. W Tuw te same podmioty są jednocześnie członkami (właścicielami) i ubezpieczonymi.

Przez cały okres prowadzenia działalności ubezpieczeniowej zakład ubezpieczeń pozostaje pod nadzorem organu, który wydał zezwolenie na prowadzenie działalności ubezpieczeniowej, tj. KNF. Nadrzędnym celem nadzoru jest ochrona interesów nabywców i beneficjentów ochrony ubezpieczeniowej. Zapewnienie zgodności działalności ubezpieczycieli i innych podmiotów nadzorowanych (na przykład pośredników ubezpieczeniowych) z przepisami prawa, kontrola działalności ubezpieczycieli i ich stanu majątkowego czy zapewnienie stabilności rynku finansowego stanowią grupę celów podporządkowanych konieczności ochrony nabywców i beneficjentów ochrony ubezpieczeniowej (Maśniak, 2020, s. 69).

W regulacjach prawnych przewiduje się trzy rodzaje zabezpieczeń interesów nabywców i beneficjentów ochrony ubezpieczeniowej, które są kontrolowane przez KNF (rysunek 5.5).

Pierwszy dotyczy procesu kalkulacji składki. Prawidłowo skalkulowana składka, uwzględniająca rzetelne dane statystyczne lub prognostyczne, zebrana od wszystkich ubezpieczonych buduje fundusz ubezpieczeniowy, który powinien wystarczyć na pokrycie zobowiązań ubezpieczyciela z tytułu wszystkich zawartych przez niego umów ubezpieczenia.

Drugi wynika z odroczenia momentu wypłat świadczeń ubezpieczeniowych względem czasu opłacenia składki. Odroczenie to powoduje, że każdy zakład



Rysunek 5.5. Podstawowe obszary nadzoru ubezpieczeniowego

Źródło: opracowanie własne.

ubezpieczeń tworzy po stronie pasywów swojego bilansu kategorię rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, która odpowiada oszacowanej wartości przyszłych zobowiązań ubezpieczyciela. Żeby zapewnić gotowość ubezpieczyciela do wypłaty odszkodowań i świadczeń, rezerwy te (zobowiązania) mają swój odpowiednik po stronie aktywów bilansu zakładu ubezpieczeń (tabela 5.3). Aktywa te są upłynniane w razie konieczności wypłat świadczeń ubezpieczeniowych. Sposób kalkulacji wysokości rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, a także jakość aktywów ubezpieczyciela (to, czy są bezpieczne, rentowne i płynne) pozostają pod kontrolą organu nadzoru.

Tabela 5.3. Bilans zakładu ubezpieczeń

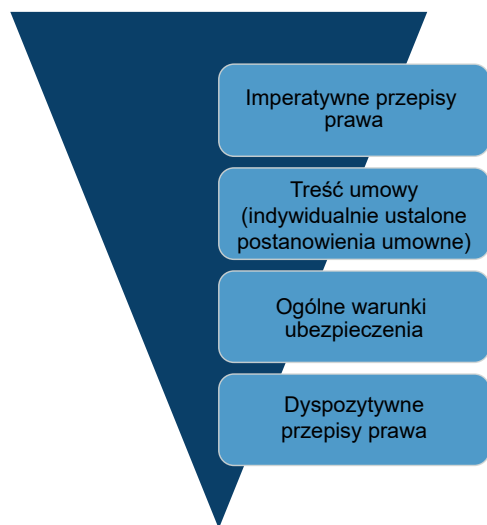
Aktywa	Pasywa
Aktywa stanowiące pokrycie kapitałów własnych	Kapitały własne (w tym kapitały w wysokość SCR)
Aktywa stanowiące pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych	Rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe
Inne	Inne

Źródło: opracowanie własne na podstawie: (Ustawa z dnia 29 września 1994 r.).

Trzecie zabezpieczenie zostaje uruchomione tylko wówczas, gdy rezerwy zostały skalkulowane na zbyt niskim poziomie lub aktywa stanowiące ich odpowiednik okazały się niewystarczające. Buforem bezpieczeństwa w takiej sytuacji są utrzymywane przez ubezpieczyciela aktywa odpowiadające kapitałowemu wymogowi wypłacalności (*solvency capital requirement* (SCR)). Wysokość wymogu wypłacalności jest kalkulowana dynamicznie, indywidualnie dla każdego

ubezpieczyciela, na podstawie wielkości ryzyka związanego z prowadzoną przez niego działalnością*.

Katalog podmiotów, które mogą być drugą stroną umowy ubezpieczenia, jest ograniczony jedynie wymaganiem posiadania przez ubezpieczającego pełnej zdolności do czynności prawnych. Ubezpieczenie jest bowiem umową (czynnością prawną), a jej zawarcie wymaga oświadczenia woli obu stron, które skutkuje nabyciem praw i zobowiązań przez ubezpieczającego i ubezpieczyciela. Zdolność do czynności prawnych ma każda pełnoletnia osoba fizyczna (pod warunkiem, że nie została ubezwłasnowolniona), osoby prawne, a także grupa jednostek nieposiadających osobowości prawnej (na przykład spółki Kodeksu spółek handlowych). Dla celów biznesowych ubezpieczający są przyporządkowani przez zakłady ubezpieczeń najczęściej do dwóch segmentów: klienci indywidualni oraz klienci instytucjonalni (biznesowi).



Rysunek 5.6. Czynniki kształtujące treść stosunku prawnego ubezpieczenia

Źródło: opracowanie własne.

Zawarcie umowy ubezpieczenia skutkuje powstaniem prawnego stosunku ubezpieczenia. Treść tego stosunku (m.in. zakres praw i obowiązków stron umowy) jest kształtowana przez cztery podstawowe elementy, których hierarchię przedstawiono na rysunku 5.6. Podrzędne kategorie czynników kształtujących stosunek prawny ubezpieczenia nie mogą modyfikować regulacji kategorii nadrzędnych.

Imperatywne przepisy prawa to regulacje m.in. kodeksu cywilnego czy ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, których postanowienia nie mogą być zmienione decyzją stron umowy ubezpieczenia. Zmiany są natomiast możliwe w przypadku regulacji dyspozytywnych.

Są one dokonywane albo poprzez treść samej umowy ubezpieczenia, tzn. postanowienia indywidualnie ustalone przez ubezpieczającego i ubez-

*Wymagane kapitały nie mogą być jednak nigdy niższe niż dolny próg minimalnego wymogu kapitałowego oznaczony w art. 272 ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej.

pieczyciela (zgodne oświadczenia woli stron) lub też poprzez ogólne warunki ubezpieczenia. Indywidualnie ustalone postanowienia umowy powinny być stwierdzone dokumentem ubezpieczenia (polisą), ale istnienie tego dokumentu nie jest warunkiem ważności umowy ubezpieczenia. Oznacza

to, że umowę ubezpieczenia można zawrzeć nawet ustnie*. Ogólne warunki ubezpieczenia to z kolei wzorzec umowy, tj. klauzule ustalone jednostronnie przez zakład ubezpieczeń. Obowiązują one ubezpieczającego, jeśli zostały mu doręczone przed zawarciem umowy ubezpieczenia (w przypadku gdy ubezpieczający jest konsumentem**) lub zapewniono możliwość zapoznania się z ich treścią (w przypadku każdego innego klienta).

Poprzez wprowadzenie zasad interpretacji ogólnych warunków ubezpieczenia (na przykład art. 385 § 2 k.c.), a także zasad ochrony przed niedozwoloną treścią ich klauzul (na przykład art. 385¹ k.c.), ustawodawca roztacza ochronę nad konsumentem przed nadużyciami ze strony zakładu ubezpieczeń.

Zawarcie umowy ubezpieczenia przez ubezpieczającego i zakład ubezpieczeń rodzi konsekwencje prawne również dla innych podmiotów. Kryterium uczestnictwa tych podmiotów w stosunku prawnym ubezpieczenia pozwala na wyróżnienie trzech rodzajów umów ubezpieczenia: ubezpieczenia na własny rachunek, ubezpieczenia na cudzy rachunek oraz ubezpieczenia na rzecz osoby trzeciej. W ubezpieczeniu na własny rachunek ubezpieczający (strona umowy ubezpieczenia) jest jednocześnie ubezpieczonym (podmiotem, którego interesu majątkowego lub dobra osobistego dotyczy ochrona ubezpieczeniowa). W ubezpieczeniu na cudzy rachunek ubezpieczający i ubezpieczony to odrębne podmioty. Przykładem tej ostatniej niech będzie umowa ubezpieczenia chorobowego zawarta przez ojca (ubezpieczającego) na rachunek syna (ubezpieczonego). W przypadku takiej umowy zachorowanie syna stanowi wypadek

**Regulacja dyspozytywna – przykład
art. 814 k.c.**

Jeżeli nie umówiono się inaczej, odpowiedzialność ubezpieczyciela rozpoczyna się od dnia następnego po zawarciu umowy, nie wcześniej jednak niż od dnia następnego po zapłaceniu składki lub jej pierwszej raty.

**Regulacja imperatywna – przykład
art. 817 k.c.**

Ubezpieczyciel obowiązany jest spełnić świadczenie w terminie trzydziestu dni, licząc od daty otrzymania zawiadomienia o wypadku.

* To wychodzi naprzeciw wykorzystaniu nowych technologii i zawieraniu umowy ubezpieczenia na odległość, na przykład przy wykorzystaniu internetu czy call center.

** Za konsumenta uważa się osobę fizyczną dokonującą z przedsiębiorcą czynności prawnej niezwiązanej bezpośrednio z jej działalnością gospodarczą lub zawodową (art. 22¹ kodeksu cywilnego).

ubezpieczeniowy i jest podstawą wypłaty świadczenia ubezpieczeniowego. W ubezpieczeniu na rzecz osoby trzeciej beneficjentem ubezpieczenia, a więc podmiotem, który będzie uprawniony do otrzymania sumy ubezpieczenia, nie jest nigdy sam ubezpieczony. Ubezpieczeniami na rzecz osoby trzeciej są umowy, w których wypadkiem ubezpieczeniowym jest śmierć ubezpieczonego. Suma ubezpieczenia jest wówczas wypłacana wskazanemu w umowie uprawnionemu (uposażonemu). W podziale umów ubezpieczenia według kryterium podmiotowego wyróżnia się jeszcze ubezpieczenia odpowiedzialności cywilnej, w których świadczenie ubezpieczeniowe może być wypłacone bądź to ubezpieczonemu (sprawcy szkody zobowiązanemu do jej naprawy wobec poszkodowanego), bądź bezpośrednio poszkodowanemu (uprawnionemu do odszkodowania). Uprawnienie poszkodowanego do bezpośredniego roszczenia o wypłatę świadczenia wobec ubezpieczyciela nosi nazwę *actio directa*.

Przed zawarciem umowy oraz w trakcie jej trwania podmioty stosunku ubezpieczenia powinny się wywiązać z określonych powinności. Zostały one syntetycznie przedstawione w tabeli 5.4. Ich nieprzestrzeganie przez ubezpieczającego lub ubezpieczonego, o ile wynika z winy umyślnej lub rażącego nie-

Tabela 5.4. Wybrane prawa i powinności podmiotów stosunku prawnego ubezpieczenia

Etap w procesie korzystania z ochrony ubezpieczeniowej	Podmiot	
	ubezpieczający/ubezpieczony	zakład ubezpieczeń
Przed zawarciem umowy ubezpieczenia	– udzielenie informacji dotyczących przedmiotu ubezpieczenia oraz innych, o które pyta ubezpieczyciel (na przykład zwiększających prawdopodobieństwo zajścia wypadku ubezpieczeniowego)	– zbadanie potrzeb ubezpieczającego lub ubezpieczonego i dopasowanie do tych potrzeb produktu
W trakcie trwania umowy (niezależnie od wystąpienia szkody)	– zapłata składki – prawo odstąpienia od umowy w terminie 30 dni (przedsiebiorca 7 dni), jeżeli umowa zawarta jest na okres dłuższy niż 6 miesięcy – możliwość nałożenia przez zakład ubezpieczeń obowiązku zgłaszania, w trakcie trwania umowy, zmian okoliczności, o które ubezpieczyciel pytał przed zawarciem umowy; dotyczy ubezpieczeń innych, niż na życie	– wydanie dokumentu potwierdzającego zawarcie ubezpieczenia – informowanie o wysokości świadczeń, wartości wykupu lub sumie ubezpieczenia (w produktach z działu I grupa 3)

	– zgłoszenie zmiany właściciela przedmiotu ubezpieczenia – dbałość o przedmiot ubezpieczenia (umyślność i rażące niedbalstwo ograniczają zakres ochrony ubezpieczeniowej, w ubezpieczeniach na życie – dotyczy także uposażonego)	
Wystąpienie szkody	– powiadomienie o zajściu wypadku w formie i terminie, który przewiduje OWU – zakaz dokonywania jakichkolwiek zmian w stanie rzeczy wywołanych wypadkiem, chyba że zmiana była niezbędna w celu zabezpieczenia mienia pozostałego po szkodzie lub zmniejszenia szkody – umożliwienie zakładowi ubezpieczeń zapoznania się ze stanem rzeczy spowodowanym wypadkiem (ogłędziny, dokumenty, wyjaśnienia itd.) – użycie dostępnych środków w celu zapobieżenia szkodzie lub zmniejszenia jej rozmiarów – możliwość wglądu do akt szkodowych	– poinformowanie ubezpieczającego i ubezpieczonego o otrzymaniu zawiadomienia o wypadku oraz o tym, jakie dokumenty są potrzebne do ustalenia odszkodowania – likwidacja szkody w czasie wskazanym w ustawie – część bezsporna – w ciągu maksymalnie 30 dni od momentu otrzymania zawiadomienia o wypadku; część sporna – w ciągu 14 dni od dnia, w którym przy zachowaniu należytej staranności wyjaśnienie spornych okoliczności było możliwe (inne regulacje w ubezpieczeniach obowiązkowych) – zwrot kosztów zapobiegania/zmniejszania szkody, jeśli były celowe, co najmniej w granicach sumy ubezpieczenia – prawo regresu do sprawcy szkody do wysokości wypłaconego odszkodowania

Źródło: opracowanie własne.

dbalstwa, może skutkować brakiem świadczenia ze strony zakładu ubezpieczeń lub jego obniżeniem. Z kolei niewypełnienie obowiązków przez zakład ubezpieczeń wiąże się z różnymi sankcjami przewidzianymi w kodeksie cywilnym lub innych ustawach.

Ochrona interesu społecznego (na przykład ochrona ofiar wypadków drogowych), a także dobro podmiotów, których szkody mogą nie być skompensovane na skutek niewypłacalności sprawców (na przykład klientów określonych grup zawodowych), są przyczynami, dla których ustawodawca wprowadził do systemu ubezpieczeń gospodarczych ubezpieczenia obowiązkowe i przymusowe (Maśniak, 2020, s. 55) (rysunek 5.7).



Rysunek 5.7. Przymus ubezpieczenia

Źródło: opracowanie własne.

Stosunek ubezpieczenia obowiązkowego i przymusowego powstaje na skutek zawarcia umowy ubezpieczenia. Treść tego stosunku determinują – w dużo szerszym zakresie niż w ubezpieczeniach dobrowolnych – regulacje prawne. Mogą one stanowić m.in. o zakresie odpowiedzialności ubezpieczyciela, zasadach zgłaszania wypadku ubezpieczeniowego, terminie realizacji świadczeń ubezpieczeniowych, sumie gwarancyjnej/sumie ubezpieczenia. Jedynie do kategorii ubezpieczeń obowiązkowych stosuje się przepisy ustawy z dnia 22 maja 2003 r. o ubezpieczeniach obowiązkowych, Ubezpieczeniowym Funduszu Gwarancyjnym i Polskim Biurze Ubezpieczycieli Komunikacyjnych (Orlicki, 2011, s. 124).

5.4. Struktura produktowa polskiego rynku ubezpieczeń

Zakres produktowy polskiego rynku ubezpieczeń nieustannie się zmienia. Poza powszechnymi produktami ubezpieczeń (tj. na przykład ubezpieczenia OC posiadaczy pojazdów mechanicznych, autocasco, ubezpieczenia mieszkania, klasyczne ubezpieczenia na życie) powstają wciąż nowe, odpowiadające na specyficzne potrzeby nabywców ochrony. Udział w rynku poszczególnych rodzajów produktów ubezpieczeniowych jest jednym ze wskaźników stopnia rozwoju rynku.

Kreowanie produktów ubezpieczeniowych jest ograniczone regulacjami i „technologią” ubezpieczeniową rozumianą jako sposób prowadzenia działalności ubezpieczeniowej.

Bariery prawne budowania produktów ubezpieczeniowych są pochodną regulacyjnej definicji przedmiotu ubezpieczenia. W **ubezpieczeniach majątkowych** przedmiotem tym może być każdy interes majątkowy. Może on być związany z mieniem (na przykład samochodem, domem jednorodzinnym, infrastrukturą drogową), ale niekoniecznie z jego własnością. Dom jednorodzinny może ubezpieczyć zarówno jego właściciel, jak i na przykład spadkobiercy właściciela, którzy mają interes majątkowy w zachowaniu wartości tej nieruchomości. Interes majątkowy może też dotyczyć innych niż mienie elementów majątku ubezpieczonego. Ochroną ubezpieczeniową może bowiem być objęte na przykład przyszłe powstanie **odpowiedzialności cywilnej deliktowej** ubezpieczonego wynikłej z wyrządzenia przez niego czynu niedozwolonego, na skutek którego powstała szkoda u osoby trzeciej (na przykład szkoda wynikła z potrącenia pieszego przez użytkownika hulajnogi elektrycznej, której konsekwencje finansowe obejmują koszty leczenia, rehabilitacji, utraconych korzyści wynikłych z niemożności wykonywania pracy, zadośćuczynienia). Ubezpieczenie odpowiedzialności może również obejmować powstanie **odpowiedzialności cywilnej kontraktowej** (na przykład powstanie odpowiedzialności ubezpieczonego dostawcy kakao, który nie wywiązał się z kontraktu o dostar-

Czy jest możliwe ubezpieczenie od uszkodzenia komina na skutek przeciskania się przez niego św. Mikołaja?

Analiza tradycyjnych barier ubezpieczalności każe odpowiedzieć na to pytanie negatywnie. Taki produkt pojawił się jednak w ofercie świątecznej jednego z amerykańskich ubezpieczycieli. Pod płaszczykiem ubezpieczeń była realizowana akcja promocyjna połączona z działalnością dobroczynną. Całość składki z tego produktu została przeznaczona na cele charytatywne.

czenie surowca do fabryki czekolady w terminie, na skutek czego fabryka nie zdążyła wyprodukować oferty świątecznej czekolad i nie zrealizowała planowanych zysków).

Ubezpieczalny jest każdy interes majątkowy zgodny z prawem, który da się wyrazić w pieniądzu. Nie można zatem ubezpieczyć na przykład utraconych zysków wynikłych z nieudanej transakcji prania brudnych pieniędzy,

Czy dane statystyczne są niezbędne do przygotowania oferty ubezpieczeniowej?

Zdarzenia losowe cechują się masowym występowaniem podlegającym statystycznym prawidłowościom i mieszczą się w zakresie tradycyjnej oferty ubezpieczeniowej. Rozwój narzędzi prognostycznych umożliwia jednak również obejmowanie ochroną ryzyka nieopisanego statystycznie, np. ryzyka związanego z rozwojem nowych technologii, ryzyka satelitarnego czy ryzyka katastrof naturalnych, które – na skutek zmian klimatycznych – realizuje się obecnie częściej i z większą siłą niż w przeszłości.

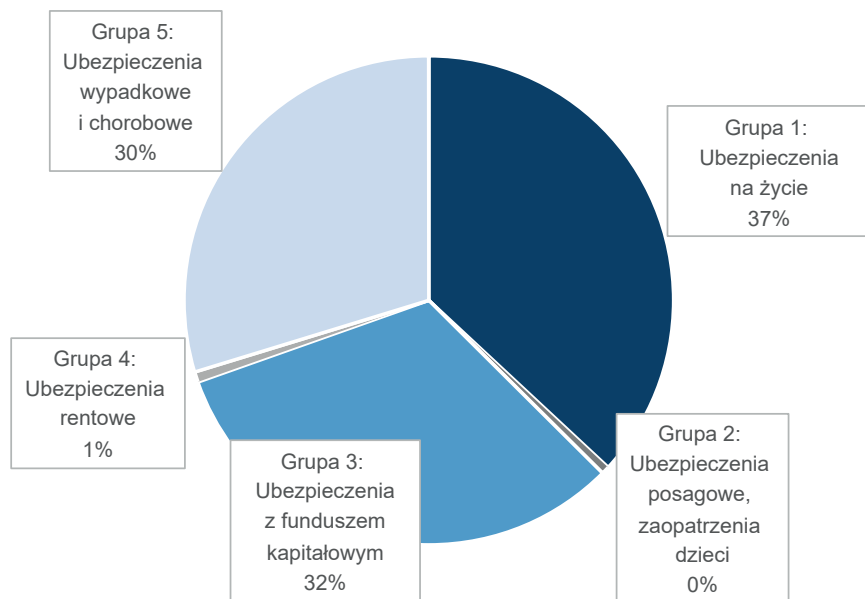
czy zniszczenia elementów niezbędnych do rozwoju nowej technologii, której potencjał do generowania zysków jest jeszcze nieznany. Dla odmiany możliwe jest ubezpieczenie utraconych zysków producenta samochodów (ubezpieczenie Business Interruption BI) na skutek utraty ciągłości dostaw komponentów motoryzacyjnych, czy ubezpieczenie konieczności pokrycia kosztów wynajęcia zastępczej hali magazynowej na skutek pożaru dotychczasowej.

Przedmiotem **ubezpieczenia osobowego** są z kolei wybrane dobra osobiste. Regulacje pozwalają na objęcie ochroną również życia i zdrowia, którego naruszenie następuje poprzez zachorowanie lub nieszczęśliwy wypadek.

Ochrona ubezpieczeniowa dla regulacyjnie dopuszczonych przedmiotów ubezpieczenia jest możliwa, o ile zdarzenia je naruszające noszą znamiona zdarzeń losowych, tzn. są niepewne (co do faktu ich wystąpienia lub skutków lub też czasu realizacji), niezamierzone, nadzwyczajne, niezależne od woli ubezpieczającego (ubezpieczonego).

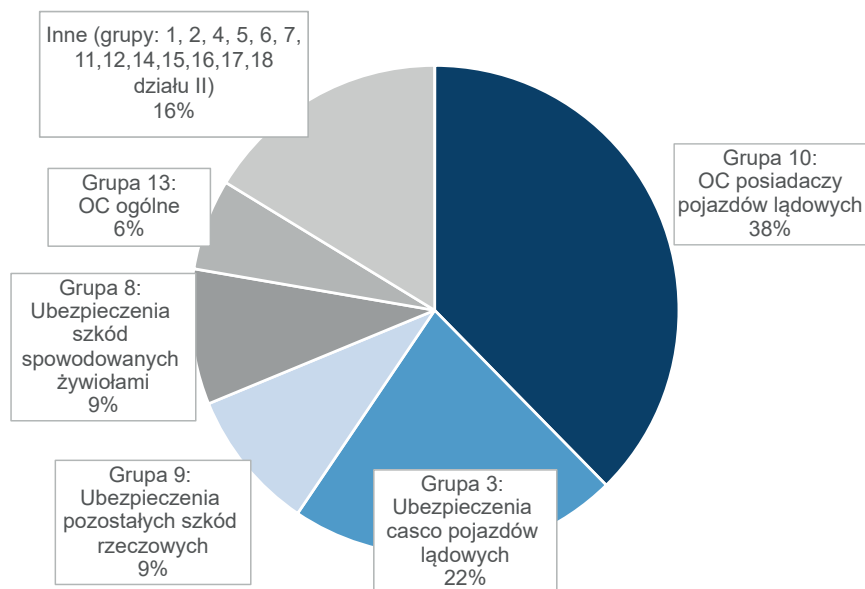
Polski rynek ubezpieczeń działu I (ubezpieczenia na życie) jest zdominowany przez trzy grupy ubezpieczeń: ubezpieczenia na życie, ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym oraz ubezpieczenia wypadkowe i chorobowe (rysunek 5.8). Ubezpieczenia posagowe i rentowe reprezentują jedynie marginalny udział w rynku pod względem przypisu składki ubezpieczeniowej.

W obszarze ubezpieczeń działu II (ubezpieczenia majątkowe i pozostałe osobowe – rysunek 5.9) 38% składki pochodzi z umów ubezpieczenia odpowiedzialności cywilnej posiadaczy pojazdów lądowych (z wyjątkiem pojazdów szynowych). Ubezpieczenia casco pojazdów lądowych stanowią drugą co do wielkości przypisu składki grupę na polskim rynku ubezpieczeniowym.



Rysunek 5.8. Struktura polskiego rynku ubezpieczeń na życie

Źródło: opracowanie własne na podstawie: (Komisja Nadzoru Finansowego, 2020).



Rysunek 5.9. Struktura polskiego rynku ubezpieczeń majątkowych i pozostałych osobowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie: (Komisja Nadzoru Finansowego, 2020).

5.5. Otoczenie instytucjonalne polskiego rynku ubezpieczeń

Sprawne i stabilne funkcjonowanie rynku ubezpieczeń jest wspierane działalnością szeregu instytucji i podmiotów pośredniczących w procesie świadczenia usług. Uczestnictwo w jednolitym rynku ubezpieczeniowym Unii Europejskiej każe również instytucje na szczeblu unijnym zaliczyć do otoczenia instytucjonalnego polskiego rynku ubezpieczeń.

Realność ochrony ubezpieczeniowej jest gwarantowana przede wszystkim przez system nadzoru nad rynkiem ubezpieczeniowym współtworzony przez instytucje polskie (głównie KNF) i zagraniczne (Europejską Radę ds. Ryzyka Systemowego, EIOPA, organy nadzoru innych niż Polska państw członkowskich).

Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny jako Ośrodek Informacji

Obok pełnienia funkcji gwarancyjnych, UFG prowadzi bazy danych dotyczące zawartych umów ubezpieczenia komunikacyjnego OC i autocasco (AC), zdarzeń drogowych skutkujących odpowiedzialnością zakładów ubezpieczeń oraz odszkodowań wypłaconych z tytułu zawartych umów ubezpieczeń komunikacyjnych. Bazy danych UFG są powiązane z bazą Centralnej Ewidencji Pojazdów (CEP). Dane są udostępniane m.in. ubezpieczycielom oraz właścicielom pojazdów. Pozwalają zakładom na dostosowanie wysokości składki ubezpieczeniowej do profilu ryzyka posiadacza pojazdu mechanicznego (określonego na podstawie szkód, które wyrządził w przeszłości) oraz wykrywanie przestępstw ubezpieczeniowych. Trwają prace nad utworzeniem takich baz także dla innych rodzajów ubezpieczeń. UFG udostępnia także bezpłatną aplikację mobilną „Na wypadek”, która jest pomocna bezpośrednio po kolizji drogowej – krok po kroku pomaga udokumentować zdarzenie.

Do kompetencji **Komisji Nadzoru Finansowego** należy m.in.: wydawanie i cofanie zezwolenia na wykonywanie działalności ubezpieczeniowej, nadzorowanie bieżącej działalności ubezpieczycieli, przede wszystkim w zakresie gospodarki finansowej, wyznaczanie kar pieniężnych dla zakładów ubezpieczeń i pośredników ubezpieczeniowych. Aktywność na rynku polskim **organów nadzoru z innych państw Unii Europejskiej** dotyczy przede wszystkim bieżącego nadzoru nad działalnością zagranicznych zakładów ubezpieczeń świadczących ochronę ubezpieczeniową w Polsce poprzez swobodę świadczenia usług, a także ubezpieczycieli z Unii Europejskiej, którzy na terytorium Polski funkcjonują w formie oddziału. **EIOPA** z kolei jest wyposażona m.in. w kompetencje podejmowania wiążących decyzji w sytuacjach przewidzianych w aktach prawnych wobec zakładów ubezpieczeń działających w grupach kapitałowych (tj. wobec krajowych zakładów ubezpieczeń, które są filiami – spółkami cór-

kami – ubezpieczycieli z Unii Europejskiej). Nadzór makroostrożnościowy na jednolitym rynku ubezpieczeniowym Unii Europejskiej jest prowadzony przez Europejską Radę ds. Ryzyka Systemowego. Instytucja ta podejmuje działania na rzecz zapobiegania i ograniczania ryzyka systemowego dla stabilności finansowej rynku unijnego.

Ekonomiczne gwarancje realności ochrony ubezpieczeniowej wspiera również **Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny** (UFG). Do zadań funduszu należy m.in. wypłata świadczeń z tytułu obowiązkowych ubezpieczeń OC posiadaczy pojazdów mechanicznych (OC ppm), gdy sprawca szkody pozostaje nieznany, z tytułu ubezpieczeń OC ppm i OC rolników, gdy sprawca szkody jest znany, ale nie dopełnił obowiązku zawarcia umowy ubezpieczenia, wypłata świadczeń z tytułu ubezpieczeń obowiązkowych i ubezpieczeń na życie w przypadku upadłości lub likwidacji przymusowej zakładu ubezpieczeń (w zakresie przewidzianym ustawą).

Instytucje rynku ubezpieczeniowego – obok zapewnienia gwarancji ekonomicznych – usprawniają proces wypłaty świadczeń ubezpieczeniowych. **Polskie Biuro Ubezpieczycieli Komunikacyjnych** (PBUK) obsługuje w tym zakresie ubezpieczenia OC posiadaczy pojazdów mechanicznych w ruchu międzynarodowym. Do naczelnych zadań PBUK należy pełnienie funkcji ośrodka informacji o zagranicznych zakładach ubezpieczeń, w których był ubezpieczony sprawca wypadku, oraz o ich reprezentantach do spraw roszczeń w Polsce*. PBUK obsługuje także międzynarodowy system Zielonej Karty**.

Instytucje rynku ubezpieczeniowego to także formy reprezentacji interesów poszczególnych grup na rynku. **Polska Izba Ubezpieczeń** (PIU) jest obowiązkowym zrzeszeniem ubezpieczycieli. Do jej licznych zadań należy m.in. wspieranie ustawodawcy w zakresie kształtowania prawa ubezpieczeniowego ze szczególnym uwzględnieniem interesów asekuratorów, rozwiązywanie bieżących problemów rynku, wymiana informacji i kreowanie platformy współpracy między ubezpieczycielami, współpraca z organem nadzoru i innymi instytucjami rynku ubezpieczeniowego. PIU opracowuje także raporty dotyczące rynku ubezpieczeń (zob. na przykład PIU 2019).

* Reprezentant do spraw roszczeń to pełnomocnik zagranicznego zakładu ubezpieczeń z UE uprawniony do podejmowania w Polsce czynności niezbędnych do wypłaty świadczeń w imieniu tego zakładu ubezpieczeń. Wyszukiwarka reprezentantów jest publicznie dostępna na stronie PBUK (<https://www.pbuk.pl/lista-reprezentantow>).

** Więcej o systemie Zielonej Karty: <https://www.pbuk.pl/system-zielonej-karty>. Na stronie PBUK dostępna jest mapa państw, w których obowiązuje posiadanie Zielonej Karty (<https://www.pbuk.pl/system-zielonej-karty/mapa-systemu>).

Klienci ubezpieczeniowi w procesie zakupu ubezpieczenia korzystają na poszczególnych etapach zakupu ubezpieczenia z różnych kanałów – pośredników, call center, placówek offline, social mediów, internetu, kanałów mobilnych. Są zmienni i niezbyt lojalni. Integracja kanałów stanowi duże wyzwanie dla zakładów, a cały proces nazywa się zarządzaniem wielokanałowym. Jest on wspierany przez szereg nowoczesnych technologii i systemów.

Interesy strony popytowej rynku, tj. ubezpieczających, ubezpieczonych, uposażonych i poszkodowanych, będących osobami fizycznymi, reprezentuje **Rzecznik Finansowy**. Obok rozpatrywania indywidualnych wniosków klientów zakładów ubezpieczeń Rzecznik Finansowy opiniuje akty prawne, zgłasza propozycje zmian obowiązujących regulacji, zleca badania aktualnej sytuacji rynkowej w kontekście ochrony interesów klientów rynku finansowego,

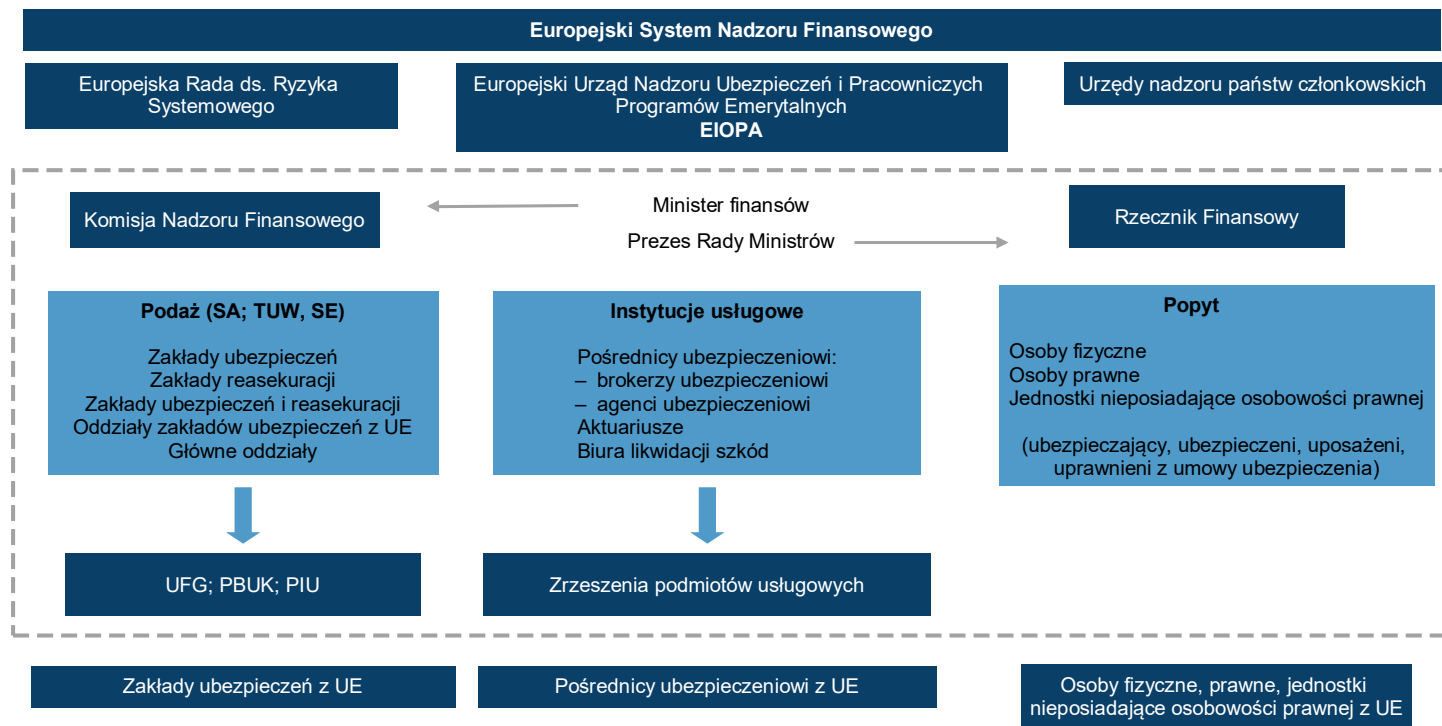
organizuje możliwość pozasądowego rozwiązywania konfliktów między podmiotami rynku finansowego a ich klientami.

Rynek ubezpieczeń współtworzą również podmioty usługowe, w tym przede wszystkim pośrednicy ubezpieczeniowi. Polskie ustawodawstwo sankcjonuje

Coraz powszechniejsze jest wykorzystanie innowacyjnych rozwiązań technologicznych w procesie likwidacji szkody. PZU ocenia szkody komunikacyjne, korzystając z technologii rozpoznawania obrazów. Sztuczna inteligencja pozwala na wykorzystanie algorytmów uczenia maszynowego. Na podstawie milionów zdjęć i decyzji dotyczących napraw z wcześniejszych wypadków przygotowuje się proces likwidacji szkody. Niektóre insur-techy, jak Insoore, gromadzą cyfrową dokumentację szkód dzięki zdjęciom osób, które dobrowolnie zarejestrowały się w ich bazie i które w razie potrzeby fotografują szkodę, która zaszła w pobliżu ich pobytu.

dwie kategorie pośredników ubezpieczeniowych: agentów ubezpieczeniowych i brokerów ubezpieczeniowych. Pośrednicy ubezpieczeniowi zajmują się wykonywaniem czynności faktycznych lub prawnych związanych z zawieraniem i wykonywaniem umów ubezpieczenia. **Agent ubezpieczeniowy** jest wpisanym do rejestru przy KNF reprezentantem ubezpieczyciela. Pośredniczy przy zawieraniu umów ubezpieczenia z oferty produktowej ubezpieczyciela/ubezpieczycieli, z którymi podpisał umowę agencyjną. **Broker ubezpieczeniowy** reprezentuje interesy ubezpieczającego podczas zawierania i wykonywania

umowy ubezpieczenia. Jest związany umową brokerską z ubezpieczającym. Wykonywanie zadań pośrednictwa ubezpieczeniowego przez brokera może prowadzić do zawarcia umowy ubezpieczenia z dowolnym ubezpieczycielem aktywnym na rynku, wybieranym według kryterium świadczenia ochrony ubezpieczeniowej najlepiej dopasowanej do potrzeb klienta. Broker ubezpieczeniowy jest wpisany do rejestru KNF. Nie może pozostawać w żadnej formie porozumienia z ubezpieczycielami (poza porozumieniami dotyczącymi rozliczeń



Rysunek 5.10. Struktura polskiego rynku ubezpieczeń

Źródło: opracowanie własne.

finansowych), ponieważ mogłoby to niekorzystnie wpływać na rekomendację klientowi najlepszej oferty ubezpieczeniowej na rynku.

Wśród podmiotów usługowych rynku ubezpieczeniowego występują **aktuariusze** (specjaliści z zakresu matematyki i statystyki ubezpieczeniowej) i **biura likwidacji szkód** (organizacje zajmujące się ustalaniem podstaw odpowiedzialności ubezpieczyciela oraz szacowaniem wysokości należnych świadczeń ubezpieczeniowych), którzy wykonują czynności na zlecenie zakładów ubezpieczeń (rysunek 5.10).

Pytania i zadania otwarte

1. Wymień i krótko scharakteryzuj cel i etapy zarządzania ryzykiem.
2. Opisz mechanizm ubezpieczeniowy. Wyjaśnij różnicę pomiędzy ubezpieczeniami gospodarczymi i społecznymi.
3. Która z funkcji ubezpieczeń jest najważniejsza? Jakie zasady muszą być przestrzegane, aby była ona realizowana?
4. Jakie są strony umowy ubezpieczenia? Jakie są obowiązki i powinności stron umowy ubezpieczenia?
5. Dopasuj nazwy instytucji rynku ubezpieczeniowego: (a) Komisja Nadzoru Finansowego, (b) Rzecznik Finansowy, (c) Polskie Biuro Ubezpieczycieli Komunikacyjnych, (d) Polska Izba Ubezpieczeń, (e) Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny), do wymienionych poniżej zadań przez nie wykonywanych:
 - a) wypłata świadczeń z tytułu ubezpieczenia OC rolników, gdy sprawca nie wywiązał się z obowiązku ubezpieczenia,
 - b) kontrola procesu szacowania rezerw techniczno-ubezpieczeniowych przez ubezpieczyciela,
 - c) reprezentacja interesów ubezpieczycieli na rynku ubezpieczeniowym,
 - d) organizacja pozasądowego rozwiązywania konfliktów pomiędzy podmiotami rynku ubezpieczeniowego,
 - e) usprawnienie procesu wypłaty świadczeń w związku ze szkodami powstałymi na skutek międzynarodowego ruchu pojazdów.
6. Załóżmy, że jesteś posiadaczem roweru o sporej wartości (8000 zł) i chciałbyś ubezpieczyć się w związku z ryzykiem związanym z jego użytkowaniem. Sprawdź, na przykład na stronie <https://cuk.pl/>, jakie są dostępne rodzaje ubezpieczeń, które mogą tworzyć pakiet dla rowerzysty. W którym rodzaju ubezpieczenia wartość roweru jest istotnym elementem kalkulacji składki? Użyj kalkulatora składki ubezpieczeniowej dostępnego na tej stronie www i sprawdź, jak zmienia się koszt ubezpieczenia w zależności od tego, czy chcesz się ubezpieczyć na wypadek kradzieży lub zniszczenia Twojego roweru, czy nie”.

Pytania zamknięte

- 5.1. Aktuariusz to inaczej
 - a) agent ubezpieczeniowy,
 - b) likwidator szkód ubezpieczeniowych,
 - c) pośrednik ubezpieczeniowy,
 - d) specjalista z zakresu matematyki i statystyki ubezpieczeniowej.
- 5.2. Przedmiotem ubezpieczenia majątkowego nie mogą być
 - a) odpowiedzialność cywilna kontraktowa,
 - b) odpowiedzialność cywilna deliktowa,

- c) odpowiedzialność karna,
 - d) utracone zyski spowodowane utratą ciągłości dostaw.
- 5.3. W strukturze składki polskiego rynku ubezpieczeń majątkowych i pozostałych osobowych dominują
- a) ubezpieczenia mienia od ognia i innych zdarzeń losowych,
 - b) ubezpieczenia kredytu,
 - c) ubezpieczenia OC posiadaczy pojazdów mechanicznych,
 - d) ubezpieczenia OC rolników.
- 5.4. Które z poniższych zadań jest wykonywane przez Komisję Nadzoru Finansowego
- a) wypłata świadczeń z tytułu ubezpieczenia OC rolników, gdy sprawca nie wywiązał się z obowiązku ubezpieczenia,
 - b) wydawanie zezwoleń na prowadzenie działalności ubezpieczeniowej lub reasekuracyjnej,
 - c) reprezentacja interesów ubezpieczycieli na rynku ubezpieczeniowym,
 - d) usprawnienie procesu wypłaty świadczeń w związku ze szkodami powstałymi na skutek międzynarodowego ruchu pojazdów.
- 5.5. Największy udział w rynku ubezpieczeń majątkowych w Polsce ma
- a) PZU S.A.,
 - b) WARTA S.A.,
 - c) Generali S.A.,
 - d) Unia TU S.A.
- 5.6. Wskaż, które z poniższych rodzajów ubezpieczeń należą do kategorii ubezpieczeń obowiązkowych (można wskazać więcej niż jeden wariant)
- a) ubezpieczenie NNW zawodnika uczestniczącego we współzawodnictwie organizowanym przez polski związek sportowy,
 - b) ubezpieczenie OC rolników,
 - c) ubezpieczenie upraw od ryzyka wystąpienia skutków zdarzeń losowych w rolnictwie,
 - d) ubezpieczenie NNW wolontariusza,
 - e) ubezpieczenie budynków gospodarstwa rolnego,
 - f) ubezpieczenie OC brokera ubezpieczeniowego.

Zalecana literatura

- Bednarczyk, T., Bielawska, K., Jackowska, B. i Wycinka, E. (2019). *Ekonomiczne i demograficzne uwarunkowania funkcjonowania i rozwoju ubezpieczeń*. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Janowicz-Lomott, M., Spigarska, E., Dąbrowski, I., i Łyskawa, K. (2020). *Finanse ubezpieczeń*. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Maśniak, D. (2020). *Prawo ubezpieczeniowe*. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Orlicki, M. (2011). *Ubezpieczenia obowiązkowe*. Warszawa: Wolters Kluwer.
- Ronka-Chmielowiec, W. (red.) (2016). *Ubezpieczenia*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Sangowski, T. (2000). *Vademecum ubezpieczeń gospodarczych*. Poznań: Saga Printing.

Rozdział 6

FINANSE PRZEDSIĘBIORSTW

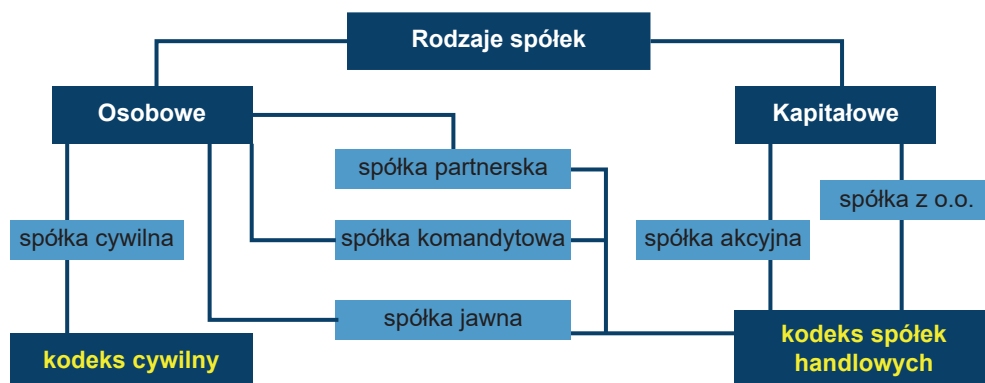
6.1. Przedsiębiorczość i formy prowadzenia działalności gospodarczej

Przedsiębiorstwo to podstawowa jednostka gospodarki wyodrębniona pod względem organizacyjnym, ekonomicznym i prawnym, dążąca do osiągnięcia określonych celów i realizująca zasadę maksymalnej efektywności gospodarowania. Przedsiębiorstwo to podmiot prowadzący na własny rachunek działalność gospodarczą, którą jest zorganizowana działalność zarobkowa wykonywana we własnym imieniu i w sposób ciągły. Cechami przedsiębiorstwa są: odrębność organizacyjna, odrębność terytorialna, odrębność techniczno-produkcyjna, odrębność ekonomiczna i odrębność prawna. Natomiast gospodarność, przedsiębiorczość, rentowność i rachunek ekonomiczny to główne zasady działania przedsiębiorstwa (Caban, 2001, s. 122–125).

Ogólnie rzecz ujmując, głównym celem istnienia przedsiębiorstwa jest jego działalność zarobkowa, w wyniku której dochodzi do maksymalizacji jego wartości, co w konsekwencji prowadzi do maksymalizacji wartości aktywów jego właścicieli (tzw. koncepcja *shareholders*). Wartość przedsiębiorstwa to nie tylko księgowa wycena jego majątku, lecz również takie elementy, jak pozycja na rynku, możliwości pozyskiwania kapitału, opinia w bankach i wśród kontrahentów itp. Cele szczegółowe przedsiębiorstwa i sposoby ich realizacji mogą się różnić między sobą w poszczególnych podmiotach w zależności od takich czynników, jak forma prawna przedsiębiorstwa, etap rozwoju przedsiębiorstwa, otoczenie prawne, sytuacja finansowa właścicieli, ich mentalność i wiele innych, a z czasem ulegać zmianie.

Forma prawna przedsiębiorstwa w istotny sposób wpływa na zakres oraz sposób zarządzania finansowego. Ze względu na formę organizacyjno-prawną można wyróżnić: przedsiębiorstwa nieposiadające osobowości prawnej (osoba fizyczna prowadząca działalność gospodarczą, spółka cywilna, spółka jawna, spółka partnerska, spółka komandytowa, spółka komandytowo-akcyjna) i przedsiębiorstwa posiadające osobowość prawną (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, spółka akcyjna, przedsiębiorstwo państwowe, spółdzielnia*). Spółki natomiast można grupować:

- ze względu na podstawę ekonomiczną utworzenia i związanego z nią zakresu odpowiedzialności wspólników za zobowiązania – na spółki osobowe i spółki kapitałowe,
- ze względu na źródło prawa regulujące powstanie i funkcjonowanie podmiotu – na spółki cywilne i spółki handlowe (rysunek 6.1).



Rysunek 6.1. Rodzaje spółek funkcjonujących w Polsce

Źródło: opracowanie własne.

Najczęściej wykorzystywaną formą prowadzenia przedsiębiorstwa, szczególnie na pierwszym etapie jego rozwoju, jest działalność gospodarcza osoby fizycznej. Rozpoczęcie działalności w tej właśnie formie jest łatwe i nie pociąga za sobą specjalnych opłat związanych z rejestracją przedsiębiorstwa. Przedsiębiorca posiada aktywa, które stanowią jego własność (nie ma formalnego rozdziału między majątkiem prywatnym a majątkiem przedsiębiorstwa osoby

* Oprócz wymienionych trzeba pamiętać również o organizacjach non profit, na przykład stowarzyszeniach i fundacjach.

fizycznej) i ma prawo do całości zysków, ale jest także osobiście odpowiedzialny za zaciągnięte zobowiązania całym swoim majątkiem.

Spółki osobowe charakteryzują się tym, że nie mają osobowości prawnej mimo występowania w obrocie jako wyodrębniony podmiot pod własną firmą. W spółkach osobowych istotny dla powodzenia przedsiębiorstwa jest udział określonych dwóch lub więcej osób, najczęściej znających się i mających do siebie zaufanie. Wspólnicy mogą wносить do takiej spółki nie tylko kapitał, ale także własną pracę. Uzgadniają między sobą zasady współpracy, wspólnie mają tytuł do aktywów przedsiębiorstwa i dzielą się zyskami. W spółkach tego typu za zobowiązania przedsiębiorstwa wspólnicy zwykle odpowiadają solidarnie i nieograniczenie. Oznacza to, że odpowiedzialność ta nie ogranicza się tylko do udziału wniesionego do spółki, ale rozciąga się na cały majątek osobisty tych osób. Bankructwo przedsiębiorstwa może pociągać za sobą utratę całego posiadanego majątku wspólników spółki. Wyjątkiem są spółki komandytowe, w których przynajmniej jeden ze wspólników odpowiada za zobowiązania przedsiębiorstwa tylko do wysokości ustalonej w umowie, w związku z czym jego prawa jako wspólnika są ograniczone, a odpowiedzialność pozostałych wspólników jest nieograniczona.

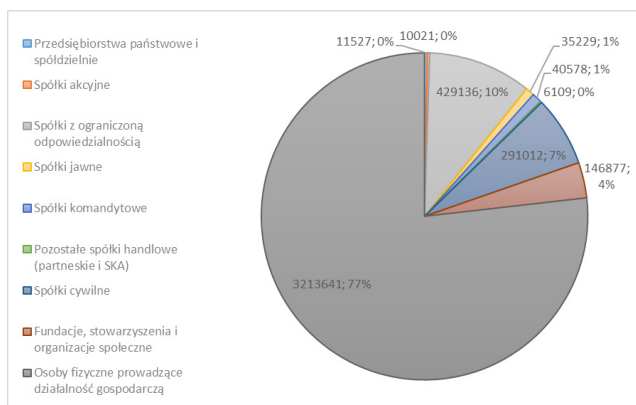
Większość dużych organizacji wybiera spółkę kapitałową jako prawną podstawę swojego funkcjonowania. Spółki kapitałowe, w przeciwieństwie do spółek osobowych, opierają swój byt na wyodrębnionym majątku, będącym wkładem wspólników. Majątek ten staje się własnością spółki, i to nim odpowiada spółka za swe zobowiązania. Wkładem nie może być jednak osobista praca wspólnika na rzecz spółki. Prowadzenie spraw spółki lub nadzór nad nią może być powierzone wspólnikom, jednak zadania te wykonują nie jako wspólnicy, ale jako członkowie zarządu lub rady nadzorczej spółki będącej osobą prawną. Jest to regułą głównie w mniejszych przedsiębiorstwach, natomiast w spółkach większych, w szczególności publicznych, zadania te powierzane są menedżerom dającym rękojmię efektywnego gospodarowania.

Kapitał zakładowy jest podzielony na udziały lub akcje (w zależności od formy prawnej spółki), przeważnie na okaziciela, stanowiące przedmiot swobodnego obrotu. Obok akcji zwykłych mogą być emitowane akcje uprzywilejowane. Uprzywilejowanie to może się wyrażać w pierwszeństwie do dywidendy, większej sile głosu (na przykład jednak akcja równa się dwóm głosom) itp.

Najważniejszym organem przedsiębiorstwa zorganizowanego w postaci spółki kapitałowej jest walne zgromadzenie udziałowców lub akcjonariuszy. Na tym zgromadzeniu o sile głosu danego wspólnika decyduje liczba posiadanych udziałów czy akcji. Decyzje są zwykle podejmowane większością głosów. Sprawy spółki kapitałowej prowadzi zarząd powołany przez walne zgromadzenie.

Ogniwiem pośrednim między walnym zgromadzeniem akcjonariuszy a operatywnym zarządem jest rada nadzorcza zwana też radą dyrektorów. Uprawnienia formalne rady są duże. W praktyce dyrektorzy akceptują propozycje przygotowane przez zarząd.

Z roku na rok ubywa w Polsce przedsiębiorstw funkcjonujących w formie spółdzielni czy przedsiębiorstwa państwowego, które dominowały w polskiej gospodarce do 1989 roku. Wiele przedsiębiorstw prowadzi swoją działalność, mając coraz bardziej rozbudowane struktury organizacyjne o zasięgu krajowym i międzynarodowym. Warto więc w tym miejscu wspomnieć także o takich formach koncentracji kapitału i integracji organizacyjnej, jak: spółka joint venture, koncern, holding, kartel, syndykat, trust czy konsorcjum. Strukturę podmiotową gospodarki narodowej w Polsce według stanu na 31.12.2019 r. przedstawia rysunek 6.2.



Rysunek 6.2. Struktura podmiotowa gospodarki narodowej w Polsce 31.12.2019 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: (GUS, 2020).

6.2. Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa

Przedmiotem zarządzania finansami są strategiczne i operacyjne decyzje inwestycyjne oraz decyzje o sposobie finansowania przedsiębiorstwa. Decyzje te mogą zatem dotyczyć długiego lub krótkiego okresu funkcjonowania przedsiębiorstwa. Biorąc to pod uwagę, można wskazać trzy podstawowe grupy decyzji finansowych:

- decyzje dotyczące działalności operacyjnej,
- decyzje inwestycyjne,
- decyzje o sposobie finansowania.

Do grona decyzji dotyczących działalności operacyjnej zalicza się decyzje określające wielkość i strukturę zapasów, ustalanie zasad udzielania kredytu kupieckiego, wskazywanie sposobu krótkoterminowego lokowania nadwyżek środków pieniężnych, określanie strategii zakupu na kredyt kupiecki i zaciągania innych zobowiązań operacyjnych. Decyzje te są podejmowane zgodnie z dwoma kryteriami – płynności finansowej oraz rentowności. Od wyników uzyskiwanych w sferze operacyjnej w dużej mierze zależy możliwość kreowania wartości przedsiębiorstwa. Jednak podejmując decyzje służące zwiększaniu rentowności, należy mieć na uwadze ich konsekwencje w odniesieniu do poziomu płynności finansowej przedsiębiorstwa. Uzyskanie wyższej stopy zwrotu wymaga bowiem akceptacji wyższego ryzyka utraty płynności.

Decyzje dotyczące długoterminowych inwestycji dotyczą zarówno lokowania środków w aktywa rzeczowe, niematerialne, jak i w papiery wartościowe (inwestycje kapitałowe). Finanse przedsiębiorstwa umożliwiają za pomocą odpowiednich narzędzi dokonanie oceny opłacalności tych inwestycji. Decyzje w tym obszarze wymagają zatem posiadania bardzo szerokich kompetencji. Konieczna jest doskonała znajomość technik preliminowania efektywności inwestycji materialnych oraz metod podejmowania decyzji o lokowaniu kapitału na rynku pieniężnym i kapitałowym. Takie decyzje są podejmowane zgodnie z kryterium stopy zwrotu oraz ryzyka jej uzyskania. Szczególnym rodzajem inwestycji są fuzje i przejęcia, które dla wielu korporacji są metodą zwiększania skali działalności i wartości. Fuzje i przejęcia to bardzo dynamicznie rozwijający się obszar finansów przedsiębiorstw. Podejmowanie decyzji inwestycyjnych wymaga od osób zarządzających finansami posiadania umiejętności wyceny aktywów.

Decyzje o sposobie finansowania służą określeniu optymalnej dla danego przedsiębiorstwa struktury kapitału. Na ich podstawie dokonuje się wyboru pomiędzy:

- finansowaniem wewnętrznym a zewnętrznym,
- określeniem relacji długu do kapitału własnego,
- finansowaniem długoterminowym a krótkoterminowym.

Wybór pomiędzy finansowaniem wewnętrznym a zewnętrznym dotyczy m.in. kwestii podziału zysku – a zatem polityki dywidend*. Drugie podstawowe

* Problematyka polityki dywidend jest niekiedy rozpatrywana jako osobna grupa decyzji finansowych.

zagadnienie dotyczące kształtowania struktury kapitału to określenie zakresu wykorzystania **dźwigni finansowej**.

Stosowanie dźwigni finansowej polega na powiększaniu udziału długu w całym kapitale jednostki w celu zwiększenia poziomu dochodowości (stopy zwrotu) z kapitału własnego. Wykorzystanie kapitałów obcych pozwala na zwiększenie przychodów ze sprzedaży w stosunku do tych, które można osiągnąć, finansując działalność jedynie środkami własnymi.

Teoria struktury kapitału wskazuje na szereg determinant wpływających na optymalny poziom zadłużenia przedsiębiorstwa, który zależy także od cech charakterystycznych poszczególnych przedsiębiorstw. Decyzje o sposobie finansowania dotyczą również określenia relacji pomiędzy wykorzystaniem długu krótkoterminowego a długoterminowego. Użycie do finansowania kapitału krótkoterminowego wiąże się z większym ryzykiem związanym z koniecznością częstego jego odnawiania.

Decyzje, o których była wcześniej mowa, mają swoje odzwierciedlenie w majątku przedsiębiorstwa (aktywach) i źródłach ich finansowania (pasywach). Zestawienie tych dwóch kategorii, które są sobie równe, następuje w bilansie przedsiębiorstwa, co zostało zaprezentowane w tabeli 6.1.

Bilans stanowi obowiązkowy element sprawozdania finansowego. Przedstawia on składniki majątkowe przedsiębiorstwa (aktywa) i źródła ich finansowania (pasywa) na określony dzień, przy czym obydwie kategorie są sobie równe.

Rozwinięciem analitycznym wyniku finansowego jest zestawienie przychodów i kosztów zaprezentowane z rachunku zysków i strat. Rachunek ten jest sporządzany w jednym z dwóch wariantów: porównawczym lub kalkulacyjnym, które różnią się sposobem prezentacji kosztów działalności operacyjnej (tabela 6.2).

Rachunek zysków i strat (RZiS), zwany również rachunkiem wyników, to jeden z podstawowych i obligatoryjnych elementów sprawozdania finansowego jednostki. Informuje on, jaka jest efektywność poszczególnych rodzajów działalności oraz jaki jest ogólny wynik finansowy przedsiębiorstwa.

Tabela 6.1. Podstawowy schemat bilansu przedsiębiorstwa

(dane jednostki)

BILANS

sporządzony na dzień:

jednostka obliczeniowa:

	AKTYWA	Stan na dzień kończący			PASywa	Stan na dzień kończący	
		rok bieżący	rok poprzedni			rok bieżący	rok poprzedni
A	Aktywa trwałe			A	Kapitał (fundusz) własny		
I	Wartości niematerialne i prawne			I	Kapitał (fundusz) podstawowy		
II	Rzeczowe aktywa trwałe, w tym:			II	Kapitał (fundusz) zapasowy, w tym:		
	– środki trwałe				– nadwyżka wartości sprzedaży (wartości emisyjnej) nad wartością nominalną udziałów (akcji)		
	– środki trwałe w budowie			III	Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny, w tym:		
III	Należności długoterminowe				– z tytułu aktualizacji wartości godziwej		
IV	Inwestycje długoterminowe, w tym:			IV	Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe		
	– nieruchomości			V	Zysk (strata) z lat ubiegłych		
	– długoterminowe aktywa finansowe			VI	Zysk (strata) netto		
V	Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe			VII	Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)		
B	Aktywa obrotowe			B	Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania		
I	Zapasy			I	Rezerwy na zobowiązania, w tym:		
II	Należności krótkoterminowe, w tym:				– rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne		
a)	z tytułu dostaw i usług, w tym:			II	Zobowiązania długoterminowe, w tym:		
	– do 12 miesięcy				– z tytułu kredytów i pożyczek		
	– powyżej 12 miesięcy			III	Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:		
III	Inwestycje krótkoterminowe, w tym:			a)	z tytułu kredytów i pożyczek		
a)	krótkoterminowe aktywa finansowe, w tym:			b)	z tytułu dostaw i usług, w tym:		
	– środki pieniężne w kasie i na rachunkach				– do 12 miesięcy		
IV	Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe				– powyżej 12 miesięcy		
C	Należne wpłaty na kapitał (fundusz) podstawowy			c)	fundusze specjalne		
D	Udziały (akcje) własne			IV	Rozliczenia międzyokresowe		
	AKTYWA razem (suma poz. A i B i C i D)				PASywa razem (suma poz. A i B)		

Źródło: (Ustawa z dnia 29.09.1994 r., zał. 1).

Tabela 6.2. Rachunek zysków i strat w wariantcie porównawczym

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT

sporządzony za okres

(dane jednostki)

(wariant porównawczy)

jednostka obliczeniowa:

Wiersz	Wyszczególnienie	Dane za	
		rok bieżący	rok poprzedni
A	Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym:		
	– od jednostek powiązanych		
I	Przychody netto ze sprzedaży produktów		
II	Zmiana stanu produktów (zwiększenie – wartość dodatnia, zmniejszenie – wartość ujemna)		
III	Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby jednostki		
IV	Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów		
B	Koszty działalności operacyjnej		
I	Amortyzacja		
II	Zużycie materiałów i energii		
III	Usługi obce		
IV	Podatki i opłaty, w tym:		
	– podatek akcyzowy		
V	Wynagrodzenia		
VI	Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia, w tym:		
	– emerytalne		
VII	Pozostałe koszty rodzajowe		
VIII	Wartość sprzedanych towarów i materiałów		
C	Zysk (strata) ze sprzedaży (A – B)		
D	Pozostałe przychody operacyjne		
I	Zysk z tytułu rozchodu niefinansowych aktywów trwałych		
II	Dotacje		
III	Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych		
IV	Inne przychody operacyjne		
E	Pozostałe koszty operacyjne		
I	Strata z tytułu rozchodu niefinansowych aktywów trwałych		
II	Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych		
III	Inne koszty operacyjne		
F	Zysk (strata) z działalności operacyjnej (C + D – E)		
G	Przychody finansowe		
I	Dywidendy i udziały w zyskach, w tym:		
	a) od jednostek powiązanych, w tym:		
	– w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale		
	b) od jednostek pozostałych, w tym:		
	– w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale		
II	Odsetki, w tym:		
	– od jednostek powiązanych		
III	Zysk z tytułu rozchodu aktywów finansowych, w tym:		
	– w jednostkach powiązanych		
IV	Aktualizacja wartości aktywów finansowych		
V	Inne		
H	Koszty finansowe		
I	Odsetki, w tym:		
	– dla jednostek powiązanych		
II	Strata z tytułu rozchodu aktywów finansowych, w tym:		
	– w jednostkach powiązanych		
III	Aktualizacja wartości aktywów finansowych		
IV	Inne		
I	Zysk (strata) brutto (F + G – H)		
J	Podatek dochodowy		
K	Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)		
L	Zysk (strata) netto (I – J – K)		

Źródło: (Ustawa z dnia 29.09.1994 r., zał. 1).

Tabela 6.3. Rachunek zysków i strat w wariantcie kalkulacyjnym

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT

sporządzony za okres

(wariant kalkulacyjny)

(dane jednostki)

jednostka obliczeniowa:

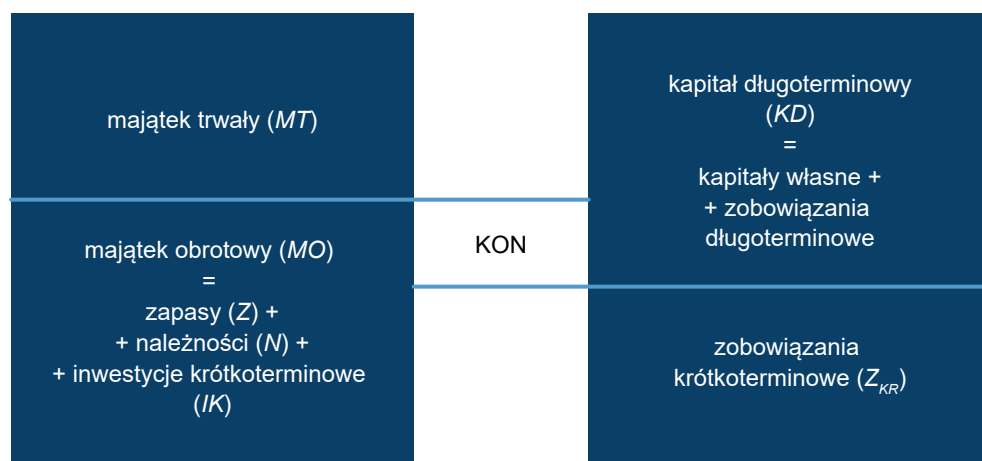
Wiersz	Wyszczególnienie	Dane za	
		rok bieżący	rok poprzedni
A	Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, w tym:		
	– od jednostek powiązanych		
I	Przychody netto ze sprzedaży produktów		
II	Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów		
B	Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów, w tym:		
	– jednostkom powiązanym		
I	Koszt wytworzenia sprzedanych produktów		
II	Wartość sprzedanych towarów i materiałów		
C	Zysk (strata) brutto ze sprzedaży (A – B)		
D	Koszty sprzedaży		
E	Koszty ogólnego zarządu		
F	Zysk (strata) ze sprzedaży (C – D – E)		
G	Pozostałe przychody operacyjne		
I	Zysk z tytułu rozchodu niefinansowych aktywów trwałych		
II	Dotacje		
III	Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych		
IV	Inne przychody operacyjne		
H	Pozostałe koszty operacyjne		
I	Strata z tytułu rozchodu niefinansowych aktywów trwałych		
II	Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych		
III	Inne koszty operacyjne		
I	Zysk (strata) z działalności operacyjnej (F + G – H)		
J	Przychody finansowe		
I	Dywidendy i udziały w zyskach, w tym:		
	a) od jednostek powiązanych, w tym:		
	– w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale		
	b) od jednostek pozostałych, w tym:		
	– w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale		
II	Odsetki, w tym:		
	– od jednostek powiązanych		
III	Zysk z tytułu rozchodu aktywów finansowych, w tym:		
	– w jednostkach powiązanych		
IV	Aktualizacja wartości aktywów finansowych		
V	Inne		
K	Koszty finansowe		
I	Odsetki, w tym:		
	– dla jednostek powiązanych		
II	Strata z tytułu rozchodu aktywów finansowych, w tym:		
	– w jednostkach powiązanych		
III	Aktualizacja wartości aktywów finansowych		
IV	Inne		
L	Zysk (strata) brutto (I+J-K)		
M	Podatek dochodowy		
N	Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)		
O	Zysk (strata) netto (L-M-N)		

Źródło: (Ustawa z dnia 29.09.1994 r., zał. 1).

6.3. Zarządzanie kapitałem obrotowym przedsiębiorstwa

Kapitał obrotowy brutto to środki obrotowe zaangażowane w bieżącą działalność przedsiębiorstwa. **Kapitał obrotowy netto (KON)** to środki obrotowe pomniejszone o zobowiązania bieżące (krótkoterminowe). Inaczej mówiąc, jest to ta część aktywów obrotowych przedsiębiorstwa, która jest finansowana kapitałem własnym i zobowiązaniami długoterminowymi (rysunek 6.3).

$$KON = MO - Z_{KR} = KD - MT \text{ lub } KON = Z + N + IK - Z_{KR}$$



Rysunek 6.3. Kapitał obrotowy netto

Źródło: opracowanie własne.

Główne cele, jakie przyświecają zarządzaniu kapitałem obrotowym, to:

- zapewnienie **utrzymania płynności** finansowej,
- dążenie do optymalizacji wielkości i struktury aktywów bieżących z punktu widzenia **minimalizacji kosztów utrzymywania** tych aktywów,
- zmierzanie do kształtowania struktury źródeł finansowania aktywów bieżących sprzyjającej **minimalizacji kosztów ich finansowania**.

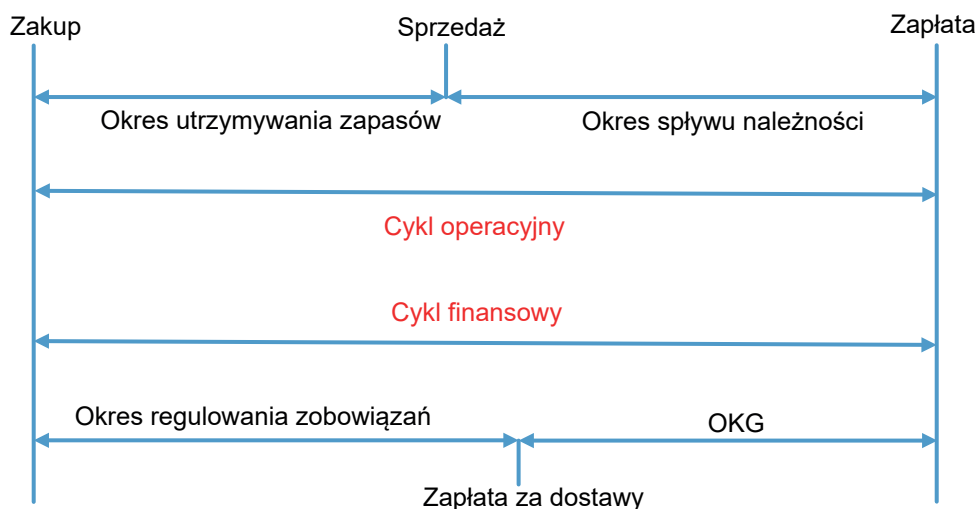
Strategia zarządzania **kapitałem obrotowym** jest wynikiem polityki kształtowania przez przedsiębiorstwo z jednej strony **majątku obrotowego**, a z drugiej **źródeł finansowania** działalności. W obu tych politykach można przedstawić dwa modelowe (skrajne) warianty: **konserwatywny** i **agresywny** (rysunek 6.4).

		Strategie zarządzania aktywami	
		konserwatywna	agresywna
Strategie zarządzania pasywnymi	agresywna	umiarkowane ryzyko i zysk	wysokie ryzyko i zysk
	konserwatywna	niskie ryzyko i zysk	umiarkowane ryzyko i zysk

Rysunek 6.4. Ryzyko i zysk w różnych kombinacjach strategii zarządzania kapitałem obrotowym

Źródło: opracowanie własne.

Cykl konwersji gotówki (CKG) (rysunek 6.5), zwany także cyklem kapitału obrotowego netto bądź cyklem środków pieniężnych, to czas, jaki upływa od momentu odpływu gotówki przeznaczonej na zakup czynników produkcji (moment spłaty zobowiązań) do momentu wpływu środków pieniężnych z tytułu uregulowania należności przez kontrahentów (Brigham i Houston, 2005):



Rysunek 6.5. Schemat cyklu konwersji gotówki

Źródło: opracowanie własne.

$$CKG = OUZ + OSN - ORZo,$$

gdzie:

Ouz – okres utrzymywania zapasów,

OSN – okres spływu należności,

ORZo – okres regulowania zobowiązań*.

Przykład 6.1. Sposób obliczania *ORZo* przy założeniu, że *CKG* = 0

1. Pan Stanisław postanowił otworzyć sklep spożywczy. Ustalił, że powinien utrzymywać zapas towarów przeciętnie na 4 dni. Aby nie musiał finansować kapitału obrotowego z własnych środków (czyli aby *KON* = 0), powinien wynegocjować z dostawcami co najmniej 4-dniowy termin płatności, gdyż w sklepie *OSN* = 0 (płatność gotówką).
2. Pewne przedsiębiorstwo osiąga rocznie sprzedaż w wysokości 2,5 mln zł. Koszty surowców i materiałów wynoszą 1,5 mln zł rocznie, zapasy stanowią 10% kosztów surowców i materiałów. Okres spływu należności wynosi 20 dni. Jaki musi być minimalny okres regulowania zobowiązań, aby przedsiębiorstwo nie musiało szukać innych źródeł finansowania aktywów bieżących?

Rozwiązanie:

$$\text{wartość zapasów} = 1,5 \text{ mln} \cdot 10\% = 150\,000 \text{ zł},$$

$$Ouz = 150000 / 1500000 \cdot 360 \text{ dni} = 36 \text{ dni},$$

$$ORZo = 20 \text{ dni (OSN)} + 36 \text{ dni (Ouz)} = 56 \text{ dni}.$$

Zapasy są składnikami majątku stanowiącymi surowce, materiały, produkcję w toku, półfabrykaty, wyroby gotowe oraz towary. W przedsiębiorstwach produkcyjnych mogą występować wszystkie wymienione rodzaje z wyjątkiem towarów, gdyż istotą ich działania jest wytwarzanie z surowców i materiałów wyrobów gotowych, przy czym przy bardziej w złożonym procesie wytwórczym może wystąpić etap pośredni, którego efektem będą półprodukty czy produkcja w toku. Natomiast towary będą występować w przedsiębiorstwach handlowych, gdyż są to dobra materialne zakupione w celu dalszej odsprzedaży, bez ich przetwarzania.

Zapasy są niezbędne do prowadzenia działalności bieżącej zapewniającej środki do dalszego funkcjonowania przedsiębiorstw produkcyjnych, handlowych i po części usługowych. Poziom i struktura zapasów będą określały możliwości uzyskania określonych przychodów. Znaczy to, że chęć zwiększenia sprzedaży będzie się wiązać z koniecznością wzrostu stanu wyrobów, towarów i pozostałych rzeczowych składników majątku obrotowego. To z kolei podnosi

* Wskaźniki te zostaną opisane w dalszej części rozdziału dotyczącej analizy finansowej.

koszty związane z utrzymaniem zapasów i ryzyko złego ulokowania kapitału. Dochodzi tu do konfliktu pomiędzy dążeniem do wzrostu obrotów przez podniesienie jakości obsługi klienta (poszerzenie asortymentu, polepszenie jakości towarów, zapewnienie systematyczności dostaw) a kosztami zapasów, które powinny być minimalizowane w celu podniesienia ich rentowności.

Można więc wyróżnić dwa podejścia do kształtowania poziomu zapasów. Pierwsze z nich postuluje minimalizację kosztów związanych z zapasami, czyli przechowywanie tylko takiego poziomu zapasów, jaki jest niezbędny do bieżącej działalności. W drugim podejściu zwraca się z kolei uwagę na fakt, że przedsiębiorstwo, działając w warunkach niepewności oraz niemożności bezbłędnego przewidywania, powinno utrzymywać odpowiednio wysoki poziom zapasów. Będzie to bowiem przeciwdziałać niedoborom doprowadzającym do zmniejszenia obrotów bieżących i przyszłych.

Należności są to wyniki z przeszłych zdarzeń uprawnienia podmiotu do otrzymania określonego świadczenia pieniężnego lub rzeczowego od innych podmiotów. Można je podzielić na długo- i krótkoterminowe. Do tych ostatnich należy większość należności generowanych przez przedsiębiorstwo podczas działalności operacyjnej. Podstawową pozycją będą tu należności handlowe. Powstają one w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo dokonuje sprzedaży z odroczonym terminem płatności (wydaje dobra klientowi oraz wystawia mu fakturę, ustalając termin płatności po upływie na przykład 14 czy 30 dni). Do momentu zapłaty w bilansie przedsiębiorstwa występuje należność od klienta w wysokości, jaką jest on zobowiązany zapłacić za wydane mu dobra. Przedsiębiorstwo nabywające towary i usługi z odroczonym terminem płatności wykazuje w swoim bilansie zobowiązania z tytułu dostaw i usług, korzystając z tzw. **kredytu kupieckiego**. Oznacza to, że te same wartości pojawiają się po obu stronach operacji gospodarczej – u sprzedawcy jako należności w aktywach (a konkretnie w majątku obrotowym), a u nabywcy w zobowiązaniach krótkoterminowych, stanowiących część pasywów (rysunek 6.3).

Gdyby nie dochodziło do żadnych zakłóceń w zarządzaniu zapasami, należnościami i zobowiązaniami, nie byłoby potrzeby utrzymywania w przedsiębiorstwie **środków pieniężnych** w kasie czy na rachunkach bankowych. Ponieważ jednak nie istnieją idealne warunki prowadzenia działalności gospodarczej, większość przedsiębiorstw utrzymuje pewne rezerwy **gotówki**. Wśród najczęściej wskazywanych motywów utrzymywania środków pieniężnych można wymienić:

- motyw transakcyjny (regulowanie zobowiązań),
- motyw przezorności (przeciwdziałanie skutkom braku płynności),
- motyw spekulacyjny (możliwość dokonania zakupów po okazyjnej cenie).

6.4. Decyzje inwestycyjne i miary ich efektywności

Jednym z najważniejszych długofalowych problemów w funkcjonowaniu i rozwoju przedsiębiorstw w gospodarce rynkowej jest wybór optymalnych wariantów inwestowania. Od trafności decyzji inwestycyjnych zależy konkurencyjność przedsiębiorstwa, jego udział w rynku oraz możliwość generowania zysków. Z pojęciem inwestycji nierozzerwalnie wiążą się dwa elementy: wydatkowanie środków finansowych oraz oczekiwanie określonych korzyści. Z punktu widzenia przedsiębiorstw najważniejszą grupę stanowią inwestycje rzeczowe, które dotyczą nabycia różnych składników rzeczowych aktywów, na przykład budynków, budowli, maszyn, urządzeń czy zapasów materiałów. Inwestycje o charakterze rzeczowym mają na celu przede wszystkim obniżkę kosztów, wzrost wydajności pracy, poprawę bezpieczeństwa i higieny pracy oraz ochronę środowiska naturalnego.

Chcąc precyzyjnie zdefiniować inwestycje rzeczowe, należy określić cechy charakterystyczne, które pozwolą je wyróżnić spośród innych działań przedsiębiorstwa i rodzajów inwestycji. Uniwersalnymi cechami inwestycji rzeczowych są:

- nakład (alokacja kapitału – własnego i obcego realizowanego poprzez nakłady inwestycyjne w aktywa),
- korzyść (oczekiwany efekt z realizacji inwestycji),
- czas (okres zaangażowania kapitału oraz uzyskiwania korzyści),
- ryzyko (możliwość wystąpienia odchyłeń od wartości planowanych nakładów, korzyści z okresu zaangażowania kapitału).

W wyborze optymalnych inwestycji przedsiębiorstwo powinno się kierować wynikami ocen efektywności ekonomicznej, pokazującej rentowność inwestycji ustaloną na podstawie przewidywanych nakładów i osiągniętych po czasie efektów. Ocena taka jest trudna, a w prezentowanych w literaturze i stosowanych w praktyce metodach często przyjmuje się rozbieżne założenia oraz kryteria oceny.

Najbardziej podstawową metodą oceny efektywności inwestycji jest stopa zwrotu, która określa wyrażony w procencie poziom dochodu, jaki inwestor otrzymał lub otrzyma w przyszłości w zamian za wykorzystanie zasobów kapitałowych, którymi dysponuje (czyli nakładów inwestycyjnych) na rzecz przyszłych korzyści finansowych. Stopa zwrotu w ogólnym sensie definicyjnym określa zatem dochód, jaki przypada na jednostkę zainwestowanego kapitału. Oblicza się ją według wzoru:

$$R = \frac{\sum_{i=1}^N D_i}{\sum_{i=1}^N N_i},$$

gdzie:

R – stopa zwrotu,

D_i – i -ty rodzaj dochodu,

N_i – i -ty rodzaj poniesionych nakładów.

Tak zdefiniowana stopa zwrotu zasadniczo ma charakter oceny wstecznej, *ex post*, albowiem *a priori* zakłada się, że poziom dochodu jest znany i wynosi D . Jednak z punktu widzenia analizy inwestycyjnej podstawowe znaczenie ma rachunek *ex ante*, w którym szacuje się oczekiwany poziom efektywności inwestycji, a sama stopa zwrotu jest wartością prognostyczną.

Bardziej zaawansowaną metodą określenia efektywności inwestycji jest wartość zaktualizowana netto (ang. *net present value* – NPV). Jest ona zaliczana do podstawowych kryteriów wykorzystywanych przy podejmowaniu decyzji o przyjęciu bądź odrzuceniu projektu inwestycyjnego. Należy ona do metod dyskontowych, czyli uwzględnia zmianę wartości pieniądza w czasie. Rachunek NPV ma odpowiedzieć na pytanie, czy stopa zwrotu zaangażowanego kapitału pokryje koszt jego pozyskania. NPV definiuje się jako obecną wartość wszystkich wpływów i wydatków związanych z realizacją projektu. Matematycznie jest ona różnicą między zdyskontowanymi wpływami z inwestycji a wartością bieżącą dokonywanych wydatków (Hawawini i Viallet, 2007). Jeżeli przyjmiemy, że d będzie nominalną, roczną stopą dyskontową związaną z danym projektem inwestycyjnym*, to wartość zaktualizowaną netto można zapisać wzorem:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+d)^t} - I_0,$$

gdzie:

NPV – wartość zaktualizowana netto,

CF_t – przepływy pieniężne w okresie t ,

I_0 – nakłady inwestycyjne,

$t = 1, 2, 3, \dots, n$.

W przypadku wyboru tej metody podjęcie właściwej decyzji zależy od wartości NPV. W sytuacji gdy:

* Stopa dyskontowa jest wypadkową kilku czynników. Często jest to po prostu koszt kapitału. Może też odzwierciedlać wymaganą stopę zwrotu, która z kolei zależy od rynkowych stóp procentowych.

- $NPV > 0$ – projekt można zrealizować,
- $NPV < 0$ – projekt należy odrzucić,
- $NPV = 0$ – podjęcie decyzji o realizacji powinno zależeć od innych czynników.

W momencie kiedy projekty charakteryzują się dodatnim NPV , ale wzajemnie się wykluczają, należy przyjąć projekt z wyższą wartością NPV .

Przykład 6.2. Obliczenie NPV

Przedsiębiorstwo KRZAK rozważa zakup nowej maszyny do produkcji gwoździ. Ma do wyboru maszynę A oraz maszynę B. Nakłady są ponoszone jednorazowo na początek inwestycji, przy czym byłyby one nieco wyższe w przypadku zakupu maszyny B. Ponadto wiadomo, że wymagana stopa zwrotu z inwestycji wynosi 14%, a zatem przedsiębiorstwo zastosuje taką stopę dyskontową. Przepływy netto związane z inwestycją wynoszą (w zł):

Lata	0	1	2	3	4
Maszyna A	-60 000	30 000	20 000	30 000	20 000
Maszyna B	-65 000	25 000	22 000	20 000	25 000

Którą maszynę powinno wybrać przedsiębiorstwo?

$$NPV_A = -60\,000 + \frac{30\,000}{(1+0,14)} + \frac{20\,000}{(1+0,14)^2} + \frac{30\,000}{(1+0,14)^3} + \frac{20\,000}{(1+0,14)^4} = 13\,795,9 \text{ zł},$$

$$NPV_B = -65\,000 + \frac{25\,000}{(1+0,14)} + \frac{22\,000}{(1+0,14)^2} + \frac{20\,000}{(1+0,14)^3} + \frac{25\,000}{(1+0,14)^4} = 2\,159,5 \text{ zł}.$$

W związku z tym, że wyższe jest NPV w przypadku pierwszym, należy wybrać maszynę A.

Innym miernikiem pozwalającym ocenić efektywność inwestycji jest IRR (ang. *internal rate of return*), czyli wewnętrzna stopa zwrotu. Wartość IRR jest to stopa dyskontowa, przy której suma bieżącej wartości przepływów pieniężnych jest równa zero, co można zapisać:

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+IRR)^t},$$

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+IRR)^t} = 0.$$

Porównując powyższą formułę z formułą wykorzystywaną do obliczenia NPV , można zauważyć, że następuje tutaj zamiana danych i niewiadomych, tj. stopa dyskontowa, która wcześniej była dana, tutaj jest wielkością poszukiwaną i analogicznie: wartość NPV , która wcześniej była wartością poszukiwaną,

tutaj jest podana i wynosi zero. Stopa *IRR* jest określana jako rentowność przedsięwzięcia, którą porównuje się z kosztem kapitału (tj. stopą dyskontową). Do realizacji przyjmuje się zatem te projekty, których rentowność (*IRR*) jest co najmniej równa kosztowi kapitału. Obliczenie wartości *IRR* jest dosyć kłopotliwe, jeśli nie ma możliwości posłużenia się kalkulatorem finansowym lub arkuszem kalkulacyjnym Excel, niemniej jednak wydaje się, że kryterium *IRR* powinno być bardziej obiektywne aniżeli *NPV*. Powodem takiego stwierdzenia jest fakt, że do obliczenia *IRR* wystarczy oszacowanie wartości przepływów pieniężnych, podczas gdy wyznaczenie *NPV* wymaga jeszcze dodatkowo ustalenia stopy dyskontowej. W większości przypadków, jeśli rozpatrywany projekt jest opłacalny według kryterium *NPV*, wtedy kryterium *IRR* potwierdza ten fakt.

Przykład 6.3. Ocena inwestycji za pomocą *NPV* i *IRR*

Koszt kapitału dla projektu A oszacowano na poziomie 6%, zaś przepływy pieniężne generowane przez ten projekt są następujące:

t_0	t_1	t_2	t_3
-1000	100	500	800

Przy stopie dyskontowej 6% wartość *NPV* wynosi 211,03 zł. Wzrost stopy dyskontowej do poziomu 18% zmniejszy wartość *NPV* do -69,26 zł, co jest oczywiście jednoznaczne z odrzuceniem projektu. Stopa dyskontowa (*IRR*), przy której *NPV* jest równe zero wynosi 14,577%.

6.5. Pojęcie kapitału i źródła finansowania działalności przedsiębiorstwa

Pojęcie kapitału jest bardzo szerokie. Według ekonomistów oznacza ono dobra, które nie zużywają się w całości w ciągu jednego cyklu produkcyjnego. Mogą go stanowić na przykład maszyny produkcyjne, które służą firmie przez wiele lat, czyli kapitał rzeczowy. Ponadto istnieje tzw. kapitał finansowy, na którym skupimy większą uwagę. Jest to pieniądz, który jest środkiem przechowywania wartości, gdyż można go wykorzystać w przyszłości do dokonywania zakupów. W dzisiejszym świecie żadna firma nie mogłaby funkcjonować bez kapitału czy to w postaci maszyn, pieniądza, czy też wiedzy i umiejętności. Patrząc na to z innej strony, każda firma prowadząca działalność powinna zgromadzić

odpowiedni majątek (aktywa), którego zakup lub wytworzenie muszą zostać sfinansowane (pasywa). Kapitał jest niezbędny do funkcjonowania firmy i gospodarki jako całości.

Na możliwość pozyskania kapitału wpływają przede wszystkim: forma organizacyjno-prawna, sytuacja finansowa, stan gospodarki, w której funkcjonuje przedsiębiorstwo, oraz przewidywane trendy i kondycja rynku finansowego. Z punktu widzenia rozwoju przedsiębiorstwa można wyróżnić podział ze względu na status prawny dawcy kapitału (finansowanie własne czy finansowanie obce), długość okresu, na jaki udostępniany jest przedsiębiorstwu kapitał (bezterminowy, długookresowy, średniookresowy, krótkookresowy), częstotliwość udostępniania kapitału (finansowanie bieżące, czyli powtarzalne, oraz jednorazowe z tytułu realizowania dużych inwestycji, zakładania przedsiębiorstwa, jego restrukturyzacji itp.). W bilansie stosuje się zazwyczaj dwa kryteria podziału źródeł finansowania. Według kryterium źródła pochodzenia kapitał dzieli się na kapitał własny i obcy. Z kolei kapitał obcy dzieli na krótkookresowy i długookresowy (w zależności od tego, na jak długo został udostępniony przedsiębiorstwu).

Kapitał własny może pochodzić ze źródeł wewnętrznych i zewnętrznych, natomiast obcy ma zawsze charakter zewnętrzny. Powszechnie uważa się, że podstawą finansowania funkcjonowania przedsiębiorstwa powinien być kapitał własny, gdyż nie jest określony termin, w jakim można z niego korzystać (ma on charakter bezterminowy). Przedsiębiorstwo ma także dużą swobodę w kwestii przeznaczenia tych środków i są one obarczone mniejszym ryzykiem z punktu widzenia przedsiębiorstwa. Niestety, korzystanie ze środków własnych, zwłaszcza zewnętrznych (wnoszonych przez jego właścicieli), często wiąże się ze znacznymi kosztami, które mogą być większe niż w przypadku kapitału obcego (wymagana przez akcjonariuszy czy udziałowców stopa zwrotu może być wysoka).

W początkowej fazie prowadzenia działalności, czyli w momencie jej uruchomienia, finansowanie jest uzależnione od takich źródeł, jak:

- osobiste oszczędności i linie kredytowe,
- pożyczki od przyjaciół i krewnych,
- kredyt handlowy uzyskiwany od dostawców,
- kredyt bankowy.

Generalną zasadą prowadzenia gospodarki finansowej jest finansowanie majątku obrotowego ze źródeł krótkoterminowych, a majątku trwałego – ze źródeł długoterminowych lub własnych. Zasady gospodarki finansowej wynikają z podstawowych celów każdej działalności gospodarczej, do których należą: utrzymanie jednostki na rynku, wzrost jej wartości, maksymalizacja zysku i jej rozwoju. Do podstawowych zasad gospodarki finansowej zalicza się:

- zasadę samodzielności, która polega na tym, że przedsiębiorca sam decyduje o kształtowaniu cen sprzedaży, wyborze dostawców, kształtowaniu rozmiarów produkcji i jej rodzaju, kształtowaniu struktury finansowania działalności;
- zasadę samofinansowania, która polega na tym, że koszty powinny być pokryte przychodami osiąganymi ze swojej działalności;
- zasadę racjonalnej gospodarki, która polega na tym, że decyzje gospodarcze wymagają jak najmniejszego zużycia zasobów ekonomicznych, a posiadane zasoby są wykorzystywane tak, aby przyniosły jak najlepsze efekty; rozwijające się jednostki gospodarcze na ogół korzystają z połączenia finansowania działalności ze źródeł wewnętrznych z finansowaniem zewnętrznym.

Jak już wcześniej wspomniano, kapitał własny może mieć różnorodne pochodzenie, tzn. jego źródła mogą mieć charakter zarówno zewnętrzny, jak i wewnętrzny. Tym samym można wyróżnić:

- **kapitały własne wniesione** – utożsamiane z finansowaniem zewnętrznym (na przykład: emisja akcji, dopłaty wspólników/akcjonariuszy, wzrost udziałów);
- **kapitały własne wytworzone** – określane jako samofinansowanie (na przykład zysk zatrzymany, odpisy amortyzacyjne, zbycie zbędnych aktywów trwałych, przyspieszenie obrotu kapitału).

Dwojake pochodzenie kapitału własnego wynika z faktu, że środki pieniężne wygospodarowane przez samo przedsiębiorstwo mogą się okazać niewystarczające. W takim przypadku istnieje możliwość zwiększenia kapitału poprzez zebranie środków od inwestorów, na przykład w formie emisji akcji. Zwiększony w ten sposób kapitał własny poprawia wiarygodność finansową przedsiębiorstwa, ułatwia przezwyciężenie ewentualnych trudności płatniczych oraz zwiększa szanse na pozyskanie kapitałów obcych w przyszłości.

Wśród form kapitału obcego (długo- i krótkoterminowego) należy wymienić przede wszystkim **kredyty i pożyczki** (cechy i różnice tych dwóch instrumentów zostały zaprezentowane w rozdziale 3). Drugą popularną metodą finansowania działalności są zobowiązania handlowe, inaczej nazywane **kredytem kupieckim** (o którym już była mowa).

Inną popularną formą finansowania działalności jest **leasing**. Leasingobiorca to podmiot, który w wyniku umowy będzie mógł korzystać ze środka trwałego, na przykład samochodu czy maszyny będącej jej przedmiotem. Druga strona umowy to leasingodawca, czyli podmiot, który udostępnia ten środek trwały leasingobiorcy, pobierając w zamian opłatę. Istotną cechą leasingu jest to, że pomimo, że leasingodawca nie korzysta bezpośrednio z danego składnika majątku, to jest jego właścicielem. Leasing jest więc umową, na podstawie której leasingodawca przekazuje leasingobiorcy prawo do odpłatnego użytkowania

danego środka trwałego przez określony w umowie czas. Taką formę finansowania stosuje się, gdy dostęp do kredytu jest ograniczony z powodu na przykład braku odpowiednich zabezpieczeń, braku historii kredytowej, braku możliwości udokumentowania działalności sprawozdaniami finansowymi, bo na przykład firma zbyt krótko działa na rynku. Leasing jest też opłacalną formą finansowania inwestycji ze względu na korzyści podatkowe wynikające z możliwości specyficznego rozliczania inwestycji pozyskanych tą drogą.

Kolejną formą pozyskania kapitału zyskującą na znaczeniu jest **faktoring**. Jest to umowa zawarta pomiędzy dostawcą (zwanym faktorantem) a faktorem (zazwyczaj jest to bank), w której dostawca przenosi na faktora własność wierzytelności (na przykład nieopłaconych faktur) wynikającej z umowy dotyczącej sprzedaży dóbr przez sprzedawcę klientom (dłużnikom). Faktor finansuje dostawcę, na przykład w formie zaliczek i pożyczek, oraz prowadzi rozliczenia związane z wierzytelnościami (na przykład opłaca faktury).

Ciekawą formą pozyskania kapitału jest także **emisja krótkoterminowych papierów dłużnych** – to forma długu, który zaciąga firma (emitent) u nabywcy papierów (inwestora). Emitent potwierdza zaciągnięcie pożyczki i podpisuje zobowiązanie do jej zwrotu w ustalonym terminie (nie dłuższym niż jeden rok) oraz do zapłaty umówionych odsetek. Papiery te mogą być emitowane w formie: obligacji, weksli czy bonów komercyjnych (skryptów dłużnych) zgodnie z ustawą o obligacjach, prawem wekslowym i kodeksem cywilnym.

Popularną formą pozyskania kapitału jest też **franczyza**. Jest to sposób rozwijania działalności przez przedsiębiorstwa, które nie posiadają dostatecznego kapitału własnego, ale mają dobre pomysły, technologię lub specjalistyczną wiedzę, zwłaszcza z zakresu zarządzania jakąś branżą. W praktyce polega najczęściej na tworzeniu sieci sklepów, hoteli lub innych placówek należących do różnych właścicieli, ale funkcjonujących pod wspólną nazwą i stosujących jednolite zasady prowadzenia działalności. Organizacja zawierająca z nimi umowy o współpracę zapewnia szkolenie, promocję, wiedzę o zarządzaniu, specjalistyczne doradztwo, reklamę, zaopatrywanie w produkty. W zamian zyskuje prawo kontroli działalności (na przykład okresowego weryfikowania jakości produktów) i udział w zyskach lub prowizję. Przykładowe firmy, które działają poprzez rozbudowywanie sieci francyzobiorców, to: sieci restauracji McDonald's i KFC czy sieć sklepów Żabka.

Pozostała jeszcze jedna forma pozyskania kapitału obcego jest **venture capital**. Może to być kapitał w różnych postaciach, który wyspecjalizowane fundusze inwestują w przedsięwzięcia inwestycyjne obciążone ryzykiem większym od przeciętnego występującego na rynku. W związku z tym oczekuje się od niego ponadprzeciętnego zysku. Obszarami, w jakich najczęściej działają fundusze

venture capital, to: innowacyjne technologie, środowisko naturalne i niekonwencjonalne źródła energii. Głównym źródłem zysku dla funduszy venture capital jest różnica wynikająca z przyrostu wartości akcji przedsiębiorstwa (różnica pomiędzy ceną nabycia akcji a ceną sprzedaży). Fundusze te zakładają, że nie będą inwestorem bezterminowym, lecz po osiągnięciu określonej stopy zwrotu (zysku) z inwestycji lub po upływie określonego okresu wycofają swój kapitał. W związku z podwyższonym ryzykiem jest to jedna z najdroższych form pozyskiwania kapitału, jednak łatwiejsza do przeprowadzenia dla nowo powstających firm.

Podsumowując przedstawione możliwości pozyskania kapitału własnego bądź obcego, warto wskazać na ich główne wady oraz zalety. Niewątpliwie do zalet finansowania działalności kapitałem własnym należą:

- brak konieczności zwrotu kapitału,
- ograniczenie ryzyka działalności inwestycyjnej i finansowej,
- brak obowiązkowych płatności okresowych
- stabilizacja sytuacji finansowej przedsiębiorstwa.

Wadami tego rodzaju finansowania są:

- wysokie koszty pozyskania tego źródła finansowania,
- relatywnie ograniczone zasoby dawcy kapitału,
- brak możliwości rozwoju na szeroką skalę.

W przypadku kapitału obcego istnieją następujące zalety finansowania działalności z tego źródła:

- procedury jego pozyskania są prostsze niż w przypadku kapitału własnego,
- wierzyciele nie biorą udziału w zarządzaniu przedsiębiorstwem,
- wierzyciele z góry określają poziom zysku z kapitału, jaki chcą osiągnąć – kapitały obce są relatywnie tańsze od kapitału własnego – o czym więcej w części dotyczącej kosztu kapitału.

Do głównych wad finansowania kapitałem obcym należą z kolei:

- wzrost ryzyka funkcjonowania przedsiębiorstwa,
- konieczność ustanowienia szeregu zabezpieczeń dla pozyskiwanego kapitału,
- zawarte z dawcą kapitału umowy mogą ograniczać swobodę wykorzystania kapitału,
- kapitał jest udostępniony na określony czas, po czym musi być zwrócony,
- w przypadku niepowodzenia inwestycji przedsiębiorstwo może odpowiadać swoim majątkiem.

6.6. Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie

Struktura kapitału w przedsiębiorstwie nie została do tej pory precyzyjnie zdefiniowana. Określając strukturę kapitału, można w zasadzie wyróżnić trzy podejścia.

Najogólniej **strukturę kapitału** można zdefiniować jako proporcję udziału kapitału własnego do kapitału obcego w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa. Wielu autorów uznaje jednak, że relacja taka charakteryzuje strukturę finansowania. Struktura kapitału definiowana jest również jako relacja wartości zadłużenia długoterminowego do kapitałów własnych wykorzystywanych do finansowania przedsiębiorstwa. W dłuższym okresie o wielkości kapitału w przedsiębiorstwie decyduje kapitał długoterminowy, gdyż kapitał krótkoterminowy zaangażowany w przedsiębiorstwie ulega ciągłym zmianom. W innym podejściu określenia struktury kapitału zwrócono uwagę na to, że struktura kapitału to struktura papierów wartościowych wyemitowanych przez przedsiębiorstwo w podziale na papiery dłużne (na przykład bony i obligacje) oraz papiery właścicielskie (udziałowe) – tj. akcje zwykłe i uprzywilejowane.

Takie podejście jest bliskie rozważaniom F. Modiglianiego* i M.H. Millera** na temat relacji między długiem a kapitałem własnym w przedsiębiorstwie. Według tych autorów najistotniejszą cechą długu jako elementu struktury kapitału jest związana z zaciągniętymi zobowiązaniami płatność oprocentowana od wyemitowanych papierów dłużnych lub odsetek od otrzymanego kredytu. Odsetki od kredytu, obligacji lub bonów to koszty finansowe, które zmniejszają podstawę opodatkowania podatkiem dochodowym. Finansowanie działalności długiem daje zatem przedsiębiorstwu korzyści podatkowe. Zatem przez kapitał zainwestowany należy uważać w przedsiębiorstwie kapitał własny oraz zobowiązania, od których płacone jest oprocentowane. Zgodnie z tą definicją struktura kapitału różni się od struktury pasywów, a zainwestowany kapitał jest różny od sumy bilansowej (czyli od całkowitej wartości aktywów lub pasywów). W toku dalszego rozumowania struktura kapitału przedsiębiorstwa będzie rozumiana jako struktura kapitałów odsetkowych,

* Franco Modigliani (1918–2003) – amerykański ekonomista pochodzenia włoskiego, którego dorobek naukowy został uhonorowany Nagrodą Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie Ekonomii w 1985 r.

** Merton Howard Miller (1923–2000) – amerykański ekonomista, laureat Nagrody Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie Ekonomii w 1990 r.

a kapitał zainwestowany będzie obliczany jako pasywa ogółem pomniejszone o zobowiązania nieodsetkowe.

Należy zwrócić uwagę, że badając strukturę kapitału, nie bierze się pod uwagę na przykład zobowiązań wobec dostawców czy zobowiązań z tytułu wynagrodzeń. Fakt, że przedsiębiorstwo nie płaci odsetek od zobowiązań handlowych, nie oznacza wcale, że kredyt kupiecki nie pociąga za sobą żadnych kosztów. Koszty te nie są po prostu mierzone stopą procentową, a sprowadzają się do utraconego rabatu gotówkowego. Wielkość kredytu kupieckiego wiąże się przede wszystkim z praktyką handlową, a nie ze strategią przedsiębiorstwa w zakresie kształtowania struktury kapitału. Jak wspomniano wcześniej, ustalając strukturę kapitału kształtuje się proporcje finansowania działalności kapitałem własnym i obcym. Oprócz kosztu kapitału do czynników, które wpływają na strukturę kapitału w przedsiębiorstwie, można zaliczyć:

- ryzyko działalności gospodarczej – dotyczy potencjalnych zysków z aktywów lub kapitału własnego, gdy przedsiębiorstwo nie korzysta z kapitału obcego,
- stosunek kierownictwa do ryzyka,
- obciążenia podatkowe – odsetki od długu zmniejszają efektywny koszt zadłużenia,
- charakter sprzedaży i związanych z nią przychodów (bardziej pożądane są przedsiębiorstwa o strukturze przychodów, która nie jest sezonowa),
- rentowność sprzedaży, która wpływa na możliwość reinwestowania zysków,
- strukturę aktywów, która daje możliwość zabezpieczenia zaciąganych zobowiązań,
- stabilność rynku kapitałowego, od której zależą warunki pozyskania kapitałów obcych.

Oczekiwana przez inwestorów, zarówno przez właścicieli, jak i wierzycieli, stopa zwrotu określa jednocześnie koszt kapitału wykorzystywanego w przedsiębiorstwie. Kalkulacja kosztu kapitału polega na oszacowaniu za pomocą dostępnych metod oddzielnie kosztu kapitału własnego i kosztu długu, a następnie wyliczeniu średniego ważonego kosztu kapitału (**WACC – *weighted average cost of capital***), w którym struktura kapitału przedsiębiorstwa będzie określała wagi przypisane do kapitału własnego i obcego. Warto jednak pamiętać, że możliwe jest jedynie oszacowanie, a nie dokładne wyliczenie kosztu kapitału. Faktycznie osiągnięta przez inwestorów stopa zwrotu zależy od rzeczywistej rentowności przedsiębiorstwa oraz od bieżących cen akcji i obligacji na rynku kapitałowym.

Koszt kapitału własnego w przedsiębiorstwach publicznych, a więc notowanych na giełdach papierów wartościowych, jest najczęściej szacowany dwiema podstawowymi metodami: za pomocą modelu wyceny aktywów kapitałowych

(CAPM) oraz modelu zdyskontowanych dywidend. Trzecią metodę szacowania kosztu kapitału własnego wymieniają m.in. Tomasz Jachna i Maria Sierpińska – polega ona na szacowaniu stopy dochodu z obligacji z premią za ryzyko (*bond yield plus risk premium*). Szacowanie kosztu kapitału w spółkach niepublicznych i w firmach prywatnych może się odbywać na podstawie modyfikacji wymienionych wyżej metod. Należy w tym miejscu zaznaczyć, że zarówno w krajach o ugruntowanej gospodarce rynkowej, jak i w krajach o słabiej rozwiniętych rynkach kapitałowych najpopularniejszą koncepcją wykorzystywaną do oszacowania kosztu kapitału własnego jest model wyceny aktywów kapitałowych CAPM.

W krajach o bardzo dobrze rozwiniętym rynku kapitałowym zaciąganie długu przez przedsiębiorstwa dokonuje się przede wszystkim poprzez emisję obligacji średnio- i długoterminowych, dużo rzadziej poprzez zaciąganie kredytu bankowego. W przypadku kredytu bankowego koszt kapitału określa się przy pomocy efektywnej stopy oprocentowania kredytu. W przypadku sprzedaży papierów dłużnych koszt kapitału zależy od ich rentowności. Należy pamiętać, że faktyczny koszt długu (k_d) jest mniejszy od realizowanej przez inwestorów stopy zwrotu (r_d) ze względu na korzyści wynikające ze zmniejszenia obciążeń podatkowych przedsiębiorstwa. Oprocentowanie długu stanowi bowiem koszt uzyskania przychodów, czyli zmniejsza podstawę do opodatkowania (zjawisko to jest nazywane tarczą podatkową na odsetkach), a zatem:

$$k_d = r_d \cdot (1 - T),$$

gdzie:

T – stawka podatku dochodowego.

Po oszacowaniu kosztu kapitału własnego oraz kosztu długu można przystąpić do ustalenia kosztu kapitału ogółem, a więc średnioważonego kosztu kapitału*, który jest obliczany według następującej formuły:

$$WACC = k_e \cdot w_e + k_d \cdot w_d,$$

gdzie:

k_e – koszt kapitału własnego,

w_e – udział kapitału własnego w kapitale przedsiębiorstwa,

k_d – koszt kapitału obcego,

w_d – udział kapitału obcego w kapitale przedsiębiorstwa.

* Średnioważony koszt kapitału jest często wykorzystywany jako stopa dyskontowa do obliczania NPV lub porównania z wynikiem IRR.

Wartość, jaką przyjmuje WACC, będzie zależała od ogólnych warunków na rynku, ale także od przekonania rynku co do poziomu ryzyka funkcjonowania danego przedsiębiorstwa. Przy wyznaczaniu kosztu kapitału przedsiębiorstwo może posługiwać się kilkoma źródłami danych. Obliczając WACC, przedsiębiorstwa mają szczególny problem z precyzyjnym określeniem kosztu kapitału własnego. Jest to spowodowane głównie tym, że bardzo trudno jest znaleźć właściwy punkt odniesienia dla stopy zwrotu z inwestycji w akcje. Można stwierdzić, że ze względu na wyższe ryzyko inwestowania w kapitał własny niż w kapitał obcy oczekiwana przez inwestorów stopa zwrotu jest wyższa w przypadku kapitału własnego nawet przed uwzględnieniem korzyści podatkowych związanych z oprocentowaniem długu. Zadłużenie jest zatem preferowanym źródłem finansowania. Rozważania dotyczące właściwej struktury kapitału polegają zatem na znalezieniu kompromisu w proporcjach między kapitałem własnym a kapitałem obcym.

6.7. Ocena sytuacji finansowej przedsiębiorstwa

Kondycja finansowa przedsiębiorstwa jest przedmiotem zainteresowania wielu podmiotów. Chcą ją znać jej właściciele i menedżerowie, aby podejmować właściwe decyzje operacyjne i inwestycyjne. Interesują się nią inwestorzy zainteresowani kupnem akcji danego przedsiębiorstwa na giełdzie. Jest ona również kluczowa dla kontrahentów, którzy chcą mieć pewność, że warunki zawieranych umów handlowych zostaną dotrzymane. Zła sytuacja finansowa przedsiębiorstwa może bowiem doprowadzić do jego niewypłacalności i upadłości.

Podstawowe źródło informacji niezbędnych do oceny sytuacji finansowej stanowią: bilans, rachunek zysków i strat oraz informacja dodatkowa, które są obowiązkowo sporządzane przez przedsiębiorstwa prowadzące księgi rachunkowe. Większe podmioty są również zobowiązane do publikowania sprawozdania z przepływów pieniężnych. Różnego rodzaju pozycje tych sprawozdań są podstawą do ustalenia różnorodnych wskaźników finansowych. Wskaźniki finansowe są konstruowane tak, by można było porównywać sytuację przedsiębiorstwa w różnych okresach, a także by możliwe było porównywanie sytuacji finansowej różnych przedsiębiorstw (Jachna i Sierpińska, 2004).

Kondycja finansowa jest w rzeczywistości zjawiskiem złożonym. Liczne wskaźniki finansowe dzieli się najogólniej na grupy w zależności od tego, jaki aspekt kondycji finansowej mierzą. Do najbardziej znanych należą: wskaźni-

ki rentowności (zyskowności), płynności finansowej, zadłużenia, sprawności działania. Istnieją również mierniki wykorzystywane do oceny efektywności inwestycji (takie jak opisane wcześniej *NPV* czy *IRR*), a także wskaźniki pozycji rynkowej, które mają wyrazić, jak wartość spółki jest postrzegana przez giełdę.

Wskaźniki rentowności

Punktem wyjścia do oceny rentowności jest ustalenie zysku – brutto i netto. Zysk brutto jest ustalany następująco:

$$\text{zysk brutto} = \text{przychody ogółem} - \text{koszty uzyskania przychodu}.$$

Oczywiście kiedy różnica między przychodami a kosztami jest ujemna, występuje strata, która pomniejsza wartość kapitałów własnych przedsiębiorstwa. W przypadku gdy firma wypracuje zysk, zysk brutto podlega pomniejszeniu o podatki, tworząc zysk netto:

$$\text{zysk netto} = \text{zysk brutto} - \text{należne podatki}.$$

Zysk netto może być wypłacony w formie dywidendy akcjonariuszom lub (co częste) zostaje zatrzymany, zwiększając wartość kapitałów własnych. Zysk zatrzymany może być wykorzystany do dalszego rozwoju firmy (na przykład na inwestycje). Najbardziej znane wskaźniki zyskowności to:

- wskaźnik rentowności sprzedaży (*return on sales, ROS*) = $\frac{\text{zysk netto}}{\text{sprzedaż}}$,
- wskaźnik zwrotu z aktywów (*return on assets, ROA*) = $\frac{\text{zysk netto}}{\text{aktywa ogółem}}$,
- wskaźnik zwrotu z kapitału własnego (*return on equity, ROE*) = $\frac{\text{zysk netto}}{\text{kapitał własny}}$.

Wszystkie wymienione wskaźniki są stymulantami, co oznacza, że im wyższy ich poziom, tym lepiej powinna być oceniona sytuacja finansowa firmy. W przypadku gdy przedsiębiorstwo osiąga stratę, wartości wskaźników są ujemne.

Wskaźniki płynności

Wskaźniki płynności finansowej dostarczają informacji, czy dzięki odpowiedniej strukturze aktywów i pasywów firma jest zdolna do regulowania krót-

kotermiowych zobowiązań za pomocą bieżących aktywów. Do najbardziej znanych należy:

$$\text{wskaźnik bieżącej płynności (current ratio)} = \frac{\text{aktywa bieżące (obrotowe)}}{\text{zobowiązania bieżące (obrotowe)}},$$

przy czym na aktywa bieżące składają się środki pieniężne, krótkoterminowe lokaty, krótkoterminowe papiery wartościowe, należności i zapasy. Im wyższa wartość tego wskaźnika, tym wyższa płynność, co jednak nie znaczy, że bardzo wysokie wartości wskaźnika są zalecane. W rzeczywistości wskaźnik ten jest tzw. nominantą, czyli powinien przyjmować wartości z zalecanego przedziału. Najczęściej zaleca się przedział od 1,2 do 2. Wartość poniżej 1 zawsze powinna być źle oceniana, gdyż oznacza utratę płynności. Wartości powyżej 2 oznaczają tzw. nadpłynność – zbyt duża część aktywów nie zarabia (jest nieefektywnie wykorzystywana), przez co obniża się rentowność. Oczywiście lepsza jest nadpłynność niż brak płynności.

W konstrukcji powyżej opisanego wskaźnika uwzględnia się zapasy. Zapasy jednak w praktyce nie muszą być aktywem łatwo zamienianym na gotówkę. Dlatego w praktyce stosowany jest również m.in. następujący wskaźnik:

$$\text{wskaźnik szybki płynności (quick ratio)} = \frac{\text{aktywa bieżące} - \text{zapasy}}{\text{zobowiązania bieżące}}.$$

Jego wartość jest zawsze nie wyższa niż wartość *current ratio* i powinna być bliska 1. Jednocześnie zbyt wysokie wartości (powyżej 1,5) mogą świadczyć o tym, że występuje nadpłynność.

Wskaźniki zadłużenia

Wskaźniki zadłużenia informują o strukturze finansowania działalności firmy (czy działalność finansowana jest kapitałem własnym, czy obcym). Najbardziej znany jest:

$$\text{wskaźnik ogólnego zadłużenia (debt ratio)} = \frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{aktywa ogółem (suma bilansowa)}}.$$

Oczywiście im wyższy poziom tego wskaźnika, tym bardziej przedsiębiorstwo korzysta z zewnętrznych źródeł finansowania swojej działalności. Mniej

oczywiste jest, na jakim poziomie powinien ukształtować się ten wskaźnik, by strukturę finansowania uznać za właściwą. W obecnych czasach większość przedsiębiorstw korzysta z zewnętrznych źródeł finansowania, dzięki czemu zwiększa się wskaźnik rentowności kapitałów własnych. Bez zaciągania długookresowych zobowiązań często niemożliwe byłoby zrealizowanie ważnych projektów inwestycyjnych. Trzeba jednak pamiętać, że z zaciąganiem zobowiązań wiąże się ryzyko ich niespłacenia w sytuacji niepowodzenia. Warto zatem śledzić zmiany tego wskaźnika w przedsiębiorstwie i jednocześnie analizować cele, na jakie zobowiązania są zaciągane. Szczególnie niebezpieczna jest sytuacja, gdy wartość wskaźnika przekracza 1 – jest to możliwe w sytuacji, gdy na skutek ponoszonych strat finansowych kapitały własne firmy stają się ujemne. W tym momencie pojawia się problem niewypłacalności, ponieważ majątek dłużnika nie wystarcza na spłatę zaciągniętych zobowiązań – jest to przesłanka do ogłoszenia upadłości.

Istnieją przedsiębiorstwa, które podlegają szczególnemu nadzorowi pod kontem właściwej struktury kapitałów. Są to banki i zakłady ubezpieczeniowe. Aby zapobiegać ich niewypłacalności, a zatem aby zapewnić bezpieczeństwo finansowe klientów tych instytucji, opracowano systemy wypłacalności, w ramach których określa się minimalne wymogi kapitałowe (minimalna wielkość kapitałów własnych). System wypłacalności opracowany dla zakładów ubezpieczeniowych jest określany jako Solvency II. Kolejne regulacje dotyczące banków były określane jako Bazylea I, II, ..., IV. Wymagana wielkość kapitału własnego zależy najogólniej od ryzyka, jakie te podmioty podejmują.

Wskaźniki sprawności działania

Wskaźniki tej grupy, zwane też wskaźnikami aktywności lub sprawności zarządzania, służą ocenie przedsiębiorstwa pod kontem wykorzystania i zarządzania posiadanymi składnikami majątku oraz zobowiązaniami. Do oceny zarządzania zapasami stosuje się:

$$1. \text{ Wskaźnik ogólnego zadłużenia (debt ratio) } = \frac{\text{koszt sprzedanych wyrobów}}{\text{stan zapasów}},$$

który informuje o tym, ile razy wciągu badanego okresu przedsiębiorstwo odnawia zapasy. Przedmiotem zainteresowania powinny być przede wszystkim zmiany wartości wskaźnika dla danej firmy. Wysokie wartości wskaźnika wskazują na to, że zapasy nie zalegają długo w magazynie. Spadek wartości może oznaczać, że przedsiębiorstwo ma coraz większy problem ze zbytem własnych

wyrobów albo stan zapasu surowców i materiałów rośnie, a zatem obserwuje się zamrożenie środków pieniężnych w zapasach, co ocenia się negatywnie, gdyż może doprowadzić do spadku płynności.

$$2. \quad \text{Wskaźnik rotacji zapasów} = \frac{\text{stan zapasów} \cdot \text{liczba dni w okresie}}{\text{koszt sprzedanych wyrobów}} \text{ (OUZ),}$$

(w dniach)

który informuje o długości cyklu zapasów, czyli o tym, jak długo gotówka zostaje zamrożona w zakupionych surowcach, materiałach i wyrobach gotowych. Im krótszy jest to okres, tym generalnie lepiej, pod warunkiem że zbyt mała wielkość zapasów nie powoduje problemów z przebiegiem produkcji i nie ogranicza dostępności wyrobów gotowych dla potencjalnych kupujących. Liczba dni w okresie ustalana jest na poziomie 360 lub 365 w przypadku analizy danych rocznych lub 90 w przypadku danych kwartalnych.

Ze względu na różną naturę porównywanych kategorii (stan zapasów jest ustalany na określony dzień, zaś koszty dotyczą całego okresu sprawozdawczego) postuluje się, by „stan zapasów” był ustalany na poziomie przeciętnym. Przeciętny stan zapasów to średnia ze stanu zapasu na początku i na końcu roku (lub kwartału) – ta metoda ustalania wskaźnika będzie dalej preferowana i zastosowana.

Jedną ze znanych praktyk jest udzielanie kredytu kupieckiego kontrahentom, którzy otrzymują odroczony termin zapłaty za zakupione produkty. Odroczenie płatności oznacza powstanie należności z tytułu dostaw i usług ujmowanych w bilansie przedsiębiorstwa udzielającego kredytu kupieckiego. Do oceny zarządzania należnościami stosuje się*:

$$1. \quad \text{Wskaźnik rotacji należności} = \frac{\text{przychody ze sprzedaży}}{\text{należności}},$$

(receive turnover ratio)

który informuje, jak często odtwarzane są należności handlowe przedsiębiorstwa w danych okresie (na przykład w roku obrotowym), czyli ile razy następuje spływ należności.

$$2. \quad \text{Wskaźnik cyklu należności} = \frac{\text{należności} \cdot \text{liczba dni w okresie}}{\text{przychody ze sprzedaży}} \text{ (OSN),}$$

(w dniach) (np. 360 lub 90)

* Najlepiej by było do wzoru podstawiać przychody ze sprzedaży na kredyt, jednak, często nie wiemy, jaka część sprzedaży jest realizowana za gotówkę, a jaka na kredyt kupiecki.

który informuje o tym, ile dni mija od wystawienia faktury do jej opłacenia przez kontrahenta. Wzrost wskaźnika cyklu należności (czyli spadek wskaźnika rotacji należności w dniach) może wskazywać na rosnące problemy ze ściąganiem należności i możliwość powstania zatorów płatniczych, co należy oceniać negatywnie.

Przy kalkulacji wskaźników związanych z rotacją należności również preferuje się praktykę porównywania przychodów ze sprzedaży z przeciętnym stanem należności ustalonym jako średnia z należności wykazanych w bilansie na początku i na końcu badanego okresu (roku lub kwartału).

Przedsiębiorstwo nie tylko udziela kredytu kupieckiego. Może również samo korzystać z odroczonej płatności. Kolejny aspekt oceny sprawności działania dotyczy właśnie zarządzania zobowiązaniami bieżącymi. Przedmiotem szczególnego zainteresowania jest tutaj zdolność przedsiębiorstwa do uzyskiwania przychodów, z których może regulować te zobowiązania. Do oceny tego aspektu stosuje się:

$$1. \quad \text{Wskaźnik rotacji zobowiązań} = \frac{\text{przychody ze sprzedaży}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe}},$$

(payables turnover ratio)

który informuje, ile razy w ciągu badanego okresu przedsiębiorstwo mogło spłacić zobowiązania krótkoterminowe – im wyższa jego wartość, tym teoretycznie krótszy czas realizacji zobowiązań krótkoterminowych, gdyż dzięki uzyskiwaniu wysokich przychodów ze sprzedaży przedsiębiorstwo pozyskuje środki na spłatę tych zobowiązań.

$$2. \quad \text{Wskaźnik cyklu zobowiązań} = \frac{\text{zobowiązania krótkoterminowe} \cdot \text{liczba dni w okresie}}{\text{przychody ze sprzedaży}} \quad (\text{ORZo}),$$

(w dniach)

który informuje, jaka jest długość (w dniach) średniego cyklu regulowania zobowiązań krótkoterminowych, czyli po ilu dniach są spłacane zobowiązania wobec na przykład dostawców. Z pewnością systematycznie i wyraźnie wzrastająca wartość tego wskaźnika może oznaczać problemy z płynnością finansową. Może też oznaczać, że przedsiębiorstwo coraz bardziej wspomaga się kredytem kupieckim, a trzeba pamiętać, że kredyt kupiecki kosztuje. Z drugiej jednak strony wartość tego wskaźnika nie musi być bardzo mała, bowiem możliwość odroczonego w czasie regulowania zobowiązań może być przejawem zaufania kontrahentów do danego podmiotu.

W przypadku kalkulacji wartości tych wskaźników często, podobnie jak w przypadku tych wcześniej opisanych, uwzględnia się średni stan zobowiązań krótkoterminowych, a nie tylko jego wartość na koniec okresu.

Wskaźniki pozycji rynkowej

Wskaźniki pozycji rynkowej zależą od ceny rynkowej, czyli ceny notowanej na giełdzie papierów wartościowych. Relatywnie wysoki poziom cen oznacza bowiem, że akcje danej spółki są postrzegane na rynku jako atrakcyjna forma lokowania kapitału. Do najbardziej znanych wskaźników należą:

1.
$$\frac{\text{Cena}}{\text{zysk}} (P/E) = \frac{\text{cena rynkowa akcji}}{\text{zysk na akcję}},$$

który informuje, ile inwestorzy są skłonni zapłacić za jednostkę zysku. Oznacza również, po ilu latach inwestor otrzymałby zwrot z zainwestowanego kapitału, zakładając, że stabilny zysk spółki w całości byłby przeznaczany na dywidendy. Oczywiście im wyższa wartość wskaźnika, tym lepsza ocena sytuacji spółki przez inwestorów. Jednakże bardzo wysokie wartości wskaźnika (wyższe niż średnia dla rynku lub branży) mogą również oznaczać, że ceny akcji na giełdzie są przeszacowane. Średnia wartość wskaźnika dla akcji notowanych na GPW w Warszawie wynosiła 15,8 na koniec 2017 r., 13,8 na koniec 2018 r. i 15,4 na koniec 2019 r. Bardzo niska wartość wskaźnika jest często obserwowana w przypadku spółek o złej kondycji finansowej, zagrożonych niewypłacalnością. Wartości poniżej średniej mogą oznaczać niedoszacowanie ceny rynkowej.

2.
$$MV/BV = \frac{\text{cena rynkowa akcji}}{\text{wartość księgowa akcji}},$$

który informuje, ile inwestorzy płać za jednostkę kapitału własnego przypadającego na jedną akcję. Wartość wskaźnika często oscyluje wokół 1. Wartości powyżej 1 oznaczają, że spółka ma bardzo dobrą pozycję rynkową. Jednak bardzo wysokie wartości tego wskaźnika mogą również oznaczać, że akcje spółki są przeszacowane. Wskaźnik powinien być porównywany ze średnią rynkową lub średnią dla branży. Średnia wartość tego wskaźnika dla akcji notowanych na GPW w Warszawie wynosiła 1,38 na koniec 2017 r., 1,14 na koniec 2018 r. i 1,04 na koniec 2019 r.

Przykład 6.4. Analiza wskaźnikowa CD PROJEKT SA

Mało kto nie słyszał o sukcesach polskiej firmy CD PROJEKT SA, kojarzonej z grą komputerową „Wiedźmin” czy „Cyberpunk 2077”. Spółka jest notowana na giełdzie. Cena jej akcji osiągała poziom 96,54 na koniec 2017 r., 144,91 zł na koniec 2018 i 279,5 zł na koniec 2019 r. W tabeli zestawiono najważniejsze pozycje bilansu i rachunku zysku i strat tej firmy (w tys. zł).

BILANS			
Pozycja finansowa/rok	2017	2018	2019
AKTYWA CAŁKOWITE	912 555	1 045 726	1 315 368
Aktywa trwałe	252 551	369 328	645 312
Aktywa obrotowe	660 004	676 398	670 056
w tym zapasy	323	258	8 485
należności handlowe	37 058	31 397	124 853
inne należności	22 219	46 870	86 488
PASYWA CAŁKOWITE	912 552	1 045 726	1 315 368
Kapitał własny	851 680	971 515	1 071 925
Zobowiązania	60 872	74 211	243 443
w tym długoterminowe	5 280	6 853	24 378
krótkoterminowe	55 592	67 358	219 065
Liczba akcji w tys. Sztuk	96 120	96 120	96 120
RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT			
Pozycja finansowa/rok	2017	2018	2019
Przychody ze sprzedaży produktów, usług, towarów	328 235	225 232	361 381
Koszty sprzedanych produktów, usług, towarów	9 011	13 735	50 600
Zyska na działalności operacyjnej	222 625	113 502	176 448
Zyska (strata) przed opodatkowaniem	229 344	124 295	185 862
Zysk netto	184 613	109 451	172 826

W kolejnej tabeli przedstawiono, jak należy obliczyć podstawowe wskaźniki finansowe dla roku 209 i 209, a dalej podano ich interpretacje.

Wskaźniki	2018	2019
Zysk na jedną akcję	$109\,451/96\,120 = 1,14$	$172\,826/96\,120 = 1,80$
Wartość księgowa akcji	$971\,515/96\,120 = 10,11$	$1\,071\,925/96\,120 = 11,15$
ROE	$109\,451/971\,515 = 0,11$ (11%)	$172\,826/1\,071\,925 = 0,16$
ROA	$109\,451/1\,045\,726 = 0,105$	$172\,826/1\,315\,368 = 0,131$
ROS	$109\,451/225\,232 = 0,486$	$172\,826/361\,381 = 0,478$
Current ratio	$676\,398/67\,358 = 10,04$	$670\,056/219\,065 = 3,06$
Quick ratio	$(676\,398-258)/67\,358 = 10,03$	$(670\,056-8\,485)/219\,065 = 3,02$
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	$74\,211/1\,045\,726 = 0,071$	$243\,443/1\,315\,368 = 0,185$
Wskaźnik rotacji zapasów	$13\,735/[(258 + 323)/2] = 47,28$	$50\,600/[8485 + 258]/2] = 11,57$
Wskaźnik rotacji zapasów w dniach	$[(258 + 323)/2] \cdot 365/13\,735 = 7,7$	$[(8485 + 258)/2] \cdot 365/50\,600 = 31,5$
Wskaźnik rotacji należności	$225\,232/[(31\,397 + 37058)/2] = 6,58$	$361\,381/[(124\,853 + 31\,397)/2] = 4,62$
Wskaźnik rotacji należności w dniach	$\{(31\,397 + 37058)/2\} \cdot 365/225\,232 = 55,47$	$\{(124\,853 + 31\,397)/2\} \cdot 365/361\,381 = 78,9$
Wskaźnik cyklu zobowiązań w dniach	$[(55592 + 67358)/2] \cdot 365/225\,232 = 99,62$	$[(67358 + 219065)/2] \cdot 365/361381 = 144,65$
Cena/Zysk	$144,91/1,14 = 127,26$	$279,5/1,8 = 155,45$
MV/BV	$144,91/10,11 = 14,34$	$279,5/11,15 = 25,06$

Porównując wartości wskaźników z 2018 i 2019 roku, trzeba zauważyć, że spółka poprawiła swoją rentowność. Stopa zwrotu z aktywów i z kapitału własnego zawsze była powyżej 10% i rosła. Wzrosła stopa zadłużenia, ale mimo to udział zobowiązań w sumie bilansowej nie wydaje się bardzo duży (warto byłoby jednak się dowiedzieć, z czym wiąże się wzrost zadłużenia długoterminowego). Niepokoić mogą pogarszające się wartości wskaźników sprawności działania, a zwłaszcza wydłużający się czas regulowania należności handlowych przez kontrahentów (przeciętny czas regulowania należności wzrósł do 78,9 dni). Z drugiej strony na jeszcze wyższym poziomie kształtowały się wartości wskaźnika cyklu zobowiązań – a zatem przedsiębiorstwo wolniej reguluje zobowiązania wobec swoich kontrahentów niż kontrahenci wobec niego. Co więcej, przeciętny czas regulowania należności wzrósł aż do 144 dni. Taką tendencję można by oceniać negatywnie, jednak w tym przypadku niewiele wskazuje, by tendencja ta była przejawem poważnych problemów z płynnością – wskaźniki płynności osiągają wysokie wartości, a przy tym udział należności i zapasów w aktywach obrotowych nie jest duży. O rosnącym problemie z upłynianiem aktywów obrotowych może jednak świadczyć fakt, że wydłużył się też okres zamrożenia gotówki w zapasach (z 7,7 dni do 31,5 dni). Choć należy rekomendować monitorowanie sprawności działania, spółka jest bardzo dobrze postrzegana przez rynek kapitałowy. Można by nawet mieć obawy, że ceny rynkowe akcji są nadmiernie nadmuchane (bańka spekulacyjna). Trzeba jednak pamiętać, że wskaźniki rynkowe często kształtują się na bardzo wysokich poziomach w przypadku spółek o tzw. „potencjale wzrostu”, czyli spółek nowych technologii.

Podsumowując zagadnienia analizy wskaźnikowej i oceny kondycji finansowej przedsiębiorstw, warto zwrócić uwagę na fakt, że wykazano, że wiele wskaźników może zostać zastosowanych w modelach prognozowania upadłości przedsiębiorstw. Okazuje się, że bankructwo przedsiębiorstwa, wiążące się z ogłoszeniem przez sąd stanu jego niewypłacalności, udaje się często trafnie prognozować nawet z dwuletnim wyprzedzeniem. Pierwszy najbardziej znany matematyczny model prognozowania upadłości przedsiębiorstw amerykańskich skonstruował Edward Altman w 1968 r. Jednym ze wskaźników w nim wykorzystanych był opisany wskaźnik MV/BV .

6.8. Planowanie finansowe jako narzędzie podejmowania decyzji w przedsiębiorstwie

Każde przedsiębiorstwo podejmuje decyzje i prowadzi przedsięwzięcia dotyczące zarówno działalności bieżącej, jak i inwestycyjnej. Ich urzeczywistnienie wymaga określenia niezbędnych środków i sposobów postępowania – a zatem planowania.

Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie to ciągły proces określania sposobów osiągnięcia celów finansowych. Nadrzędne cele działania przedsiębiorstwa – utrzymanie płynności i zwiększanie (maksymalizacja) wartości – mają charakter finansowy, więc tylko poprzez mierniki finansowe można oceniać stopień ich realizacji.

Tworzenie planów w ujęciu wartościowym jest niezbędne do właściwego funkcjonowania przedsiębiorstwa. Plan finansowy tworzą zestawienia finansowe *pro forma*. Zbudowanie planu pozwala na pełną ocenę działań podejmowanych w przedsiębiorstwie, a w fazie ich realizacji – na ich koordynację i kontrolę. Proces planowania finansowego obejmuje bowiem także wprowadzanie do stworzonych planów danych rzeczywistych i porównanie ich z wielkościami planowanymi. Można wyróżnić kilka kryteriów podziału planów finansowych tworzonych w przedsiębiorstwie:

- według rodzaju planowanej działalności: plan działalności bieżącej oraz plan działalności inwestycyjnej,
- według zakresu działalności: plan całościowy i plany fragmentaryczne,

- według stosunku do inflacji: plan w cenach stałych i plan w cenach zmiennych,
- według kryterium czasu: plan długookresowy, średniookresowy i krótkookresowy.

Budowa planu finansowego wymaga dostosowania jego zawartości i stopnia szczegółowości do rodzaju podejmowanych decyzji oraz wyboru wielkości, które mają być szacowane precyzyjnie (na przykład wielkość wpływów, wielkość wydatków, podstawa opodatkowania), oraz takich, które mogą być planowane z mniejszą dokładnością lub wręcz pominięte w tworzeniu planu finansowego. Konstruując plan finansowy, należy dokonać podziału dostępnych danych na informacje istotne i nieistotne z punktu widzenia podjęcia określonej decyzji. Danymi istotnymi są informacje dotyczące zmiennych, które różnicują poszczególne warianty decyzyjne, zaś informacjami nieistotnymi te, które są wspólne w rozważanych wariantach decyzyjnych.

W literaturze przedmiotu można spotkać następujące metody planowania: metodę procentu od sprzedaży, metodę stałych zależności, metodę procentu od inflacji, metodę techniczno-ekonomiczną. Pierwsze trzy z wymienionych metod można traktować jako odmiany jednego podejścia – metody stałych zależności. Jest to podejście w dużym stopniu uproszczone, pozwalające na szybkie opracowanie przybliżonych szacunków przychodów ze sprzedaży, kosztów i innych elementów sprawozdań finansowych *pro forma*, ale efektem przyjętych silnych założeń może być duża niedokładność opracowanych planów.

Metoda procentu od sprzedaży w swojej najprostszej formie ignoruje istnienie kosztów stałych i zmiennych, co może wprowadzać poważne zafałszowania uzyskiwanych wyników. Łatwo jednak można wprowadzić do obliczeń mechanizm uwzględniający uprzednio dokonane ustalenia co do udziału części stałej i zmiennej w poszczególnych pozycjach kosztów operacyjnych.

Metoda stałych zależności jest rozwinięciem i uogólnieniem metody procentu od sprzedaży. Uwzględniamy w niej zależności wielkości planowanych nie tylko od przychodów ze sprzedaży, ale także od innych „kluczowych” zmiennych. Zatem niektóre elementy sprawozdań finansowych *pro forma* mogą być powiązane stałą zależnością z przychodami ze sprzedaży, inne z poziomem kosztów materiałów, jeszcze inne z wielkością aktywów trwałych itp.

Metoda procentu od inflacji również odwołuje się do stałych zależności, przy czym „kluczową” zmienną staje się tutaj przewidywany poziom inflacji. Poszczególne elementy sprawozdań finansowych *pro forma* są obliczane jako wielkości reagujące na inflacyjną zmianę cen w tempie określonym współczynnikiem wrażliwości. Przykładowo przyjmujemy, że płace bezpośrednie będą wzrastać o 0,7 wskaźnika inflacji, a koszty energii elektrycznej o 1,4 wskaźnika inflacji.

Metoda techniczno-ekonomiczna, określana przez niektórych podejściem modelowania finansowego, polega na możliwie dokładnym opisie czynników wpływających na poziom poszczególnych szczegółowych przychodów, kosztów, wpływów i wydatków ponoszonych przez przedsiębiorstwo. Każda wielkość jest opisywana równaniem uwzględniającym naturalną miarę przychodu czy rozchodu określonego dobra (czynnika produkcji lub produktu) oraz cenę jednostkową tego dobra.

Pytania i zadania otwarte

1. Wyjaśnij, na czym polega zasada samofinansowania.
2. Jakie elementy tworzą zobowiązania długoterminowe?
3. Jakie elementy tworzą zobowiązania krótkoterminowe?
4. Jakie znasz sposoby pozyskiwania środków poprzez finansowanie zewnętrzne?
5. Wskaż zalety i wady finansowania kapitałem własnym.
6. Jakie są zalety i wady finansowania kapitałem obcym?
7. Opisz różne podejścia do struktury kapitału w przedsiębiorstwie.
8. W jaki sposób można oszacować koszt kapitału własnego w przedsiębiorstwach publicznych?
9. Co to jest WACC i od czego może zależeć jego wartość?
10. Co to jest tarcza podatkowa na odsetkach?
11. Jakie są rodzaje planów finansowych?
12. Na czym polega metoda procentu od sprzedaży?
13. Jakie znasz grupy wskaźników stosowanych do oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa? Które z nich są bez wątpienia stymulantami, czyli powinny być na jak najwyższym poziomie?
14. Co oznacza ROE, ROA, ROS?
15. Wskaźniki opisane w tym rozdziale nie wyczerpują długiej listy wskaźników finansowych wykorzystywanych w praktyce. Sprawdź, jakie wskaźniki zastosowano w znanym modelu prognozowania upadłości Altmana (<https://analizafinansowa.pl/analiza-wskaznikowa/wykorzystanie-w-praktyce-modelu-altmana-2815.html>).

Pytania zamknięte

- 6.1. Kapitałem własnym są
 - a) wynik roku bieżącego,
 - b) rezerwy,
 - c) rozliczenia międzyokresowe bierne,
 - d) kredyty i pożyczki.
- 6.2. W jakich jednostkach podaje się cykl konwersji gotówki
 - a) w procentach,
 - b) z jednostkach pieniężnych,
 - c) w dniach,
 - d) w sztukach.
- 6.3. Wskaż, która pozycja ujęta jest po stronie pasywnej bilansu
 - a) zapasy,
 - b) gotówka w kasie,
 - c) należności od kontrahentów,
 - d) zobowiązania wobec kontrahentów.

- 6.4. Kapitał uzyskany przez przedsiębiorstwo poprzez emisję własnych obligacji jest ujęty
- w rachunku zysków i strat tego przedsiębiorstwa,
 - jako aktyw o długoterminowe w bilansie tego przedsiębiorstwa,
 - jako zadłużenie długoterminowe po stronie pasywnej bilansu tego przedsiębiorstwa,
 - jako kapitał własny po stronie pasywnej bilansu tego przedsiębiorstwa.
- 6.5. Które z poniższych aktywów nie jest aktywem obrotowym
- budynek, w którym mieści się linia produkcyjna,
 - zapasy surowców wykorzystywanych w produkcji,
 - środki pieniężne na rachunku bankowym,
 - należność z tytułu wystawionej faktury.
- 6.6. Jakie wartości wskaźników płynności są zalecane
- zawsze jak najwyższe,
 - zawsze jak najniższe,
 - powinny być wysokie, ale w pewnych granicach – nadmiernie wysoka wartość oznacza, że występuje nadpłynność,
 - nie powinny przekraczać pewnej górnej granicy, by nie pojawił się brak płynności.
- 6.7. Które określenia dotyczące wskaźnika zadłużenia są słuszne
- wskaźnik zadłużenia powinien być jak najniższy,
 - warto śledzić zmiany wartości wskaźnika w czasie, aby w pełni ocenić ten aspekt sytuacji finansowej,
 - istnieje jedna optymalna wartość takiego wskaźnika,
 - przy ustalaniu wartości tego wskaźnika nie uwzględnia się wielkości przedsiębiorstwa.
- 6.8. Zwiększająca się wartość wskaźnika rotacji zapasów (w dniach) może oznaczać, że
- przedsiębiorstwo magazynuje zbyt mało surowców,
 - przedsiębiorstwo zwiększyło liczbę zmian lub dni, w których odbywa się produkcja,
 - przedsiębiorstwo może mieć problemy ze sprzedażą wyprodukowanych produktów,
 - przedsiębiorstwo ma problemy techniczne.

Zadania rachunkowe

- 6.1. Przedsiębiorstwo realizuje sprzedaż w wysokości 100 tys. zł miesięcznie. Oblicz, jaka jest wartość wynegocjowanego z odbiorcami skrócenia okresu płatności z 14 do 7 dni.
- 6.2. Sprzedaż w pewnym przedsiębiorstwie osiąga 2,5 mln zł rocznie. Koszty surowców i materiałów wynoszą 1,5 mln zł rocznie, zapasy stanowią 10% kosztów surowców i materiałów. Okres spływu należności wynosi 20 dni. Jaki musi być minimalny okres regulowania zobowiązań, aby przedsiębiorstwo nie musiało szukać innych źródeł finansowania aktywów bieżących?
- 6.3. Firma Y szacuje, że w nadchodzącym roku należności wzrosną z 250 tys. do 330 tys. zł. Jednocześnie przedsiębiorstwo chce skrócić długość okresu minimalnego utrzymywania zapasów z 58 do 40 dni. Wiedząc, że firma realizuje sprzedaż w wysokości 1200 tys. zł, oblicz zmianę okresu konwersji gotówki.
- 6.4. Kapitał własny stanowi 30% kapitału przedsiębiorstwa. Jego koszt oszacowany na podstawie modelu CAPM wynosi 7%. Określ średnioważony koszt kapitału przedsiębiorstwa WACC, wiedząc, że oprocentowanie kredytu bankowego, który stanowi jedyne źródło kapitału obcego w przedsiębiorstwie, wynosi 8%, a stawka podatku dochodowego to 19%.

- 6.5. Przedsiębiorstwo RAW realizuje sprzedaż w wysokości 1500 tys. zł. Koszty materiałów i energii wynoszą 900 tys. zł. Jakie warunki płatności przedsiębiorstwo powinno wynegocjować ze swoimi dostawcami, aby okres konwersji gotówki był równy zero? Długość minimalnego okresu utrzymywania zapasów wynosi 14 dni, a okres spływu należności 28 dni.
- 6.6. Koszt kapitału własnego spółki X wynosi 10%, stopa oprocentowania kredytu bankowego, który przedsiębiorstwo wykorzystuje do finansowania działalności, wynosi 6%. Wiedząc, że spółka płaci 9% podatku dochodowego od osób prawnych, oblicz koszt kapitału obcego i średnioważony koszt kapitału, jeśli kapitał własny i kapitał obcy są sobie równe.
- 6.7. W bilansie CD PROJEKT SA opracowanym na koniec 2016 r. podano, że wartość zapasów wynosi 401, wartość należności handlowych wynosi 23 701 zaś wartość zobowiązań krótkookresowych 62 249 (jednostką były 1000 zł). Wykorzystaj te informacje oraz dane zestawione w przykładzie 6.4 i ustal wartości wskaźnika rotacji zapasów, należności i zobowiązań w dniach, charakteryzujące sprawność działania tego podmiotu na koniec 2017 r. Jak oceniasz ich wartość na tle tych uzyskanych dla lat 2018 i 2019?
- 6.8. Wykorzystując dane zestawione w tabeli w przykładzie 6.4, ustal trzy wskaźniki rentowności na koniec 2017 r. Czy sytuacja finansowa spółki powinna być w tym aspekcie oceniona wyżej, czy niżej niż w latach kolejnych (wartości wskaźników w kolejnych latach znajdziesz w przykładzie)?

Zalecana literatura

- Brealey, R. A. i Meyers, S. C. (1999). *Podstawy finansów przedsiębiorstw*. Warszawa: PWN.
- Gryko, J. M., Kluzek, M., Kubiak, J. i Nowaczyk, T. (2019). *Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie*. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.
- Hawawini, G. i Viallet, C. (2007). *Finanse menedżerskie*. Warszawa: PWE.
- Jachna, T. i Sierpińska, M. (2004). *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Rybicki, P. (2007). *Finanse dla niefinansistów*, Warszawa: Helion.

Rozdział 7

FINANSE GOSPODARSTW DOMOWYCH

7.1. Istota i zarządzanie finansami osobistymi a cele gospodarstwa domowego

Jedną z najbardziej dynamicznie rozwijających się współcześnie subdyscyplin w ramach finansów są finanse gospodarstw domowych, w szczególności finanse osobiste. Dotyczą one gospodarowania środkami finansowymi przez najliczniejszą i zarazem podstawową grupę podmiotów w każdej gospodarce, jakimi są gospodarstwa domowe. Decyzje finansowe podejmowane na poziomie mikroekonomicznym przez poszczególne gospodarstwa domowego kształtują ich dobrobyt i stopień zaspokojenia potrzeb, a także wpływają na sytuację makroekonomiczną poprzez kształtowanie konsumpcji, oszczędności i inwestycji jako czynników wzrostu gospodarczego. Decyzje te kształtują również strukturę zadłużenia prywatnego w podziale na konsumpcyjne i hipoteczne. Gospodarstwa domowe powinny świadomie korzystać z szerokiej oferty rynku finansowego, ale do tego potrzebna jest wiedza i świadomość finansowa. W przypadku jej braku lub niedostatecznego poziomu gospodarstwa domowe powinny korzystać z usług certyfikowanych doradców finansowych jako profesjonalistów na rynku usług finansowych, kierujących się interesem klienta i normami etycznymi. W ramach finansów osobistych mieszczą się również kwestie problemowe dotyczące wykluczenia finansowego, nadmiernego zadłużenia gospodarstw domowych prowadzącego do ich niewypłacalności i upadłości konsumenckiej. W niniejszym rozdziale zostaną zaprezentowane wszystkie zapowiedziane we wstępie zagadnienia.

Finanse osobiste są najczęściej utożsamiane w praktyce i w literaturze z **finansami gospodarstw domowych**. Jest to uproszczenie, które jest zgodne z prawdą tylko w przypadku jednoosobowego gospodarstwa domowego. W przypadku wieloosobowych gospodarstw domowych każda z osób je tworząca posiada własne finanse osobiste, a dodatkowo całe gospodarstwo posiada własne finanse powiązane z planowaniem i kontrolą budżetu domowego, z oszczędzaniem i inwestowaniem, a także zadłużaniem się.

Zgodnie z GUS (b.d.) **gospodarstwo domowe** można zdefiniować jako zespół osób zamieszkujących razem i wspólnie się utrzymujących. Osoby samotne utrzymujące się samodzielnie tworzą jednoosobowe gospodarstwa domowe. Gospodarstwa domowe mogą być **jedno- i wieloosobowe**, a także **rodzinne** (związki małżeńskie) i **nierodzinne** (związki partnerskie). Każde gospodarstwo domowe ma **głowę**, czyli osobę, która całkowicie lub w przeważającej części dostarcza środków utrzymania danemu gospodarstwu domowemu. **Badanie statystyczne gospodarstw domowych** polega na ustalaniu składu i struktury gospodarstw domowych oraz stosunku poszczególnych członków gospodarstwa domowego do jego głowy.

Z ekonomicznego punktu widzenia gospodarstwo domowe jest **kategorią ekonomiczną**, które spełnia kryterium posiadania oraz zarządzania wspólnym majątkiem oraz wspólnym budżetem w celu zaspokajania głównych potrzeb członków gospodarstw domowych.

W ramach gospodarstw domowych pełnione są następujące funkcje:

- ekonomiczne: produkcyjna i konsumpcyjna;
- społeczne: wychowawcza i reprodukcyjna.

Funkcje ekonomiczne są związane ze współdziałaniem z pozostałymi podmiotami gospodarującymi, czyli na przykład z przedsiębiorstwami bądź państwem. **Funkcja konsumpcyjna** polega na zaspokajaniu podstawowych potrzeb człowieka w wyniku dostarczania gospodarstwu dóbr i usług (wydatkowanie dochodów). **Funkcja produkcyjna** zaś odnosi się do wytwarzania dóbr i usług, czyli chodzi tu o: zatrudnienie, pracę, wytwarzanie pewnych dóbr w gospodarstwie domowym.

Funkcje społeczne natomiast skupiają się na człowieku. **Funkcja wychowawcza** odnosi się do działalności wychowawczej, która ma na celu wpływ na moralny, fizyczny i umysłowy rozwój dzieci. Polega ona również na przekazywaniu młodszemu pokoleniu doświadczeń życiowych oraz tradycji i kultury. **Funkcja reprodukcyjna** polega na zapewnieniu ciągłości, czyli „wydłużaniu pokoleń”.

Każde gospodarstwo domowe ma określone **potrzeby zbiorowe**, swoje **potrzeby indywidualne** mają również członkowie wchodzący w jego skład.

Naczelnym **celem gospodarstwa domowego** jest **zaspokojenie potrzeb** indywidualnych wszystkich jego członków i potrzeb zbiorowych gospodarstwa domowego na jak najwyższym poziomie (Zalega 2017).

Zgodnie z europejską metodologią ESA95 (European System of Accounts 1995) sektor gospodarstw domowych jest podzielony na podsektory:

- **rolnicy indywidualni** – osoby fizyczne, których głównym źródłem dochodów jest produkcja rolnicza, a ich działalność nie jest zarejestrowana w formie przedsiębiorstwa, spółki, spółdzielni ani grup producenckich;
- **przedsiębiorcy indywidualni** – osoby fizyczne prowadzące działalność na własny rachunek, zatrudniające do dziewięciu osób, którym bank sprawozdający świadczy usługi związane z ich działalnością;
- **osoby prywatne** – osoby fizyczne, z wyjątkiem osób prowadzących działalność gospodarczą, zakwalifikowanych do grupy przedsiębiorców indywidualnych lub rolników indywidualnych.

O stopniu zaspokojenia potrzeb w gospodarstwie domowym będzie decydował osiągnięty dochód, wykształcenie, zamożność w dobra materialne, a także efektywne zarządzanie finansami. Ponadto wzrosła presja na właściwe zarządzanie finansami osobistymi z powodu problemów wynikających ze starzenia się społeczeństwa oraz tzw. transferów międzypokoleniowych, ale także na skutek wycofywania się rządów większości krajów z pełnej odpowiedzialności za sprawy emerytalne (dobrowolność w zakresie ubezpieczenia w III filarze). Coraz bardziej istotne staje się planowanie finansów osobistych w celu zapewnienia sobie bezpieczeństwa finansowego (Barembuch, 2012).

Finanse gospodarstw domowych to subdyscyplina finansów prywatnych wydzielona według kryterium podmiotowego, obejmująca ogół procesów i zjawisk związanych z gromadzeniem, podziałem i wydatkowaniem zasobów pieniężnych przez gospodarstwa domowe (Waliszewski, 2020).

Na podstawie tego kryterium podmiotowego w ramach finansów gospodarstw domowych można wyodrębnić takie subdyscypliny, jak finanse osobiste (personalne), finanse mikroprzedsiębiorców, finanse rolników indywidualnych oraz mikrofinanse.

Dla zwiększania dobrobytu gospodarstwa domowe powinny zarządzać swoimi finansami. **Efektywne zarządzanie finansami gospodarstw domowych** to proces polegający na zwiększaniu środków finansowych przy jednoczesnym utrzymaniu takiego poziomu kosztów, który prowadzi do zwiększenia zamożności i poziomu życia gospodarstwa domowego (Świecka, 2009).

Proces zarządzania finansami gospodarstwa domowego to całokształt czynności członków gospodarstwa domowego polegających na pozyskiwaniu środków oraz ich wydatkowaniu zgodnie z przyjętymi celami gospodarstwa domowego (Bywalec, 2012) lub proces planowania wydatków konsumpcyjnych, inwestycji i pozyskania środków (finansowania) w celu optymalizacji sytuacji finansowej człowieka lub gospodarstwa domowego (Jajuga, 2015).

Zarządzanie finansami przez gospodarstwa domowe powinno być nakierowane na realizację określonych celów o charakterze krótkookresowym (kształtowanie płynności finansowej), średniookresowym (planowanie większych zakupów na przykład: auta czy domu/mieszkania, wykształcenie dzieci i zapewnienie im kapitału na start) i długookresowym (zgromadzenie kapitału emerytalnego). Działania i decyzje podejmowane w ramach zarządzania finansami osobistymi powinny mieć charakter zintegrowany i systematyczny. Ważne jest, by cele te były ściśle określone i konkretne, co oznacza, że powinny być: **mierzalne** – w postaci zrozumiałych, wymiernych oczekiwanych rezultatów, które łatwo można skontrolować, **osiągalne**, **akceptowane** i **możliwe do realizacji**, **realistyczne**, czyli prawdopodobne do wykonania przy ograniczonych zasobach i niesprzeczne z innymi celami, **określone czasowo** – aby ocenić ich postęp w realizacji w czasie, **ambitne** – wyzwalające zaangażowanie i motywujące.

Produktem czynności planistycznych jest **plan finansowy gospodarstwa domowego** w określonym przedziale czasu. Plan z kolei jest punktem wyjścia do organizowania działalności gospodarstw domowych w taki sposób, by założone cele zostały osiągnięte. Przyjęcie planu do realizacji wymaga przypisania konkretnym wykonawcom właściwych zadań do wykonywania w określonym terminie, przydziału środków i ustalenia odpowiedzialności. Ze względu na wiedzę i kompetencje niezbędne do sporządzenia planu finansowego gospodarstwa domowe powinny korzystać z usług **plannerów finansowych** (*financial planners*), których zadania wypełniają najczęściej **niezależni doradcy finansowi** (IFA, *independent financial advisor*).

Z punktu widzenia przedmiotowego decyzje finansowe gospodarstw domowych powinny dotyczyć następujących obszarów:

- kształtowania poziomu i struktury dochodów (**decyzje dochodowe**),
- kształtowania konsumpcji i oszczędności (**decyzje konsumpcja-oszczędności**),
- kształtowania poziomu i struktury inwestycji (**decyzje inwestycyjne**),
- zapewnienia płynności finansowej i kształtowania poziomu zadłużenia (**decyzje związane z kontrolą budżetu domowego i kredytowe**),

- ochrony przed ryzykiem (**decyzje ubezpieczeniowe**),
- kształtowania poziomu i struktury kapitału emerytalnego (**decyzje emerytalne**)
- transferu międzypokoleniowego zasobów rzeczowych i finansowych (**decyzje sukcesyjne**).

Można dokonać hierarchizacji potrzeb finansowych gospodarstw domowych, co zostało zaprezentowane na rysunku 7.1. Podobnie jak w przypadku piramidy potrzeb Masłowa zaspokojenie potrzeby finansowej na niższym poziomie hierarchii aktywizuje potrzebę na wyższym poziomie.



Rysunek 7.1. Hierarchia potrzeb finansowych gospodarstw domowych

Źródło: (Milic-Czerniak, 2016).

Gospodarstwa domowe wykorzystują szereg instrumentów do zarządzania swoimi finansami osobistymi. Są to:

- **osobisty bilans** będący wyrażonym w pieniądzu zestawieniem składników majątku (aktywów) i źródeł ich finansowania (pasywów w podziale na kapitału obce i wartość netto, będącą odpowiednikiem kapitałów własnych);
- **osobisty budżet** obejmujący zestawienie planowanych wpływów i wydatków gospodarstwa domowego;

- **osobisty cash flow** obejmujący zestawienie zrealizowanych wpływów i wydatków gospodarstwa domowego;
- **osobisty plan finansowy**, czyli sformalizowany raport przedstawiający obecną sytuację gospodarstwa domowego, a także zakładane cele krótko-, średnio- i długookresowe oraz rekomendacje ich realizacji z wykorzystaniem dostępnych instrumentów finansowych (Musiał, 2018).

7.2. Wybrane decyzje finansowe podejmowane w ramach zarządzania finansami osobistymi

7.2.1. Prowadzenie budżetu domowego (planowanie dochodów i kontrola wydatków)

O możliwościach nabywczych gospodarstw domowych decydują głównie uzyskiwane dochody. Obserwowana poprawa sytuacji materialnej większości gospodarstw domowych sprzyjała nabywaniu przez nie zarówno dóbr i usług konsumpcyjnych, jak i niekonsumpcyjnych, na przykład inwestycyjnych.

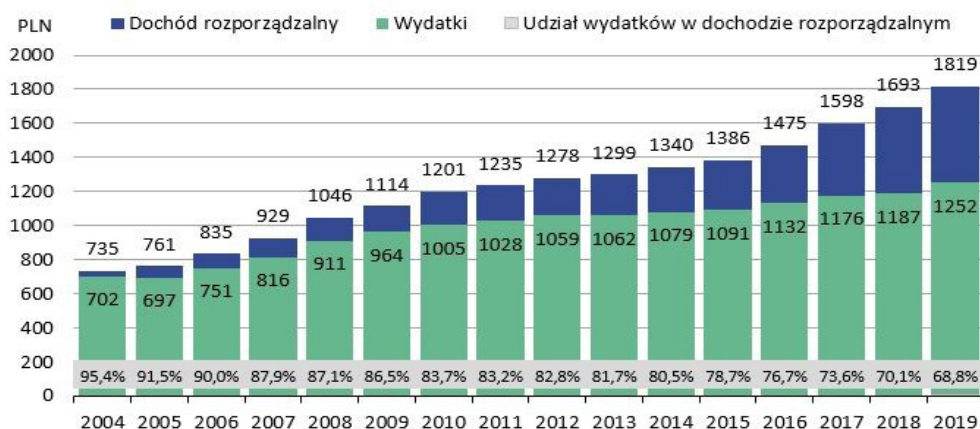
Podstawową czynnością związaną z zarządzaniem finansami przez gospodarstwa domowe jest **kontrola budżetu domowego**, na którą składają się działania związane z systematycznym zapisywaniem realizowanych wydatków na różne cele oraz comiesięczne zestawianie tych wydatków z osiągniętymi w danym miesiącu dochodami gospodarstwa domowego. W ten sposób można ustalić saldo budżetu gospodarstwa domowego, a także podjąć decyzję o jego przeznaczeniu (gdy jest dodatnie) lub o źródłach jego finansowania (gdy jest ujemne). Saldo budżetu gospodarstwa domowego może mieć trojaki charakter:

- $\text{dochody} - \text{wydatki} = 0$, **saldo zrównoważone**;
- $\text{dochody} > \text{wydatki}$, **saldo nadwyżkowe**, przy czym $\text{dochody} - \text{wydatki} = \text{oszczędności}$;
- $\text{dochody} < \text{wydatki}$, **saldo deficytowe**, przy czym $\text{dochody} - \text{wydatki} = \text{deficyt finansowany ze źródeł zewnętrznych pozainstytucjonalnych (rodzina, znajomi, zakład pracy) lub instytucjonalnych (banki, SKOKI, instytucje pożyczkowe)}$.

W zakresie **planowania dochodów osobistych** pracujący etatowo lub prowadzący na własny rachunek działalność zarobkową członkowie gospodarstwa domowego mogą podejmować dodatkowe zatrudnienie, a także korzystać

z dochodów z kapitałów pieniężnych (odsetki, dywidendy, zyski kapitałowe) i nieruchomości (najem, zysk ze sprzedaży). Dochody gospodarstw domowych obejmują również transfery społeczne związane z rentami, zasiłkami, programami społecznymi na przykład: 500+ czy 300+.

Prowadzone w Polsce przez GUS **Badanie budżetów gospodarstw domowych** jest podstawowym źródłem informacji o warunkach bytu ludności, tj. poziomie i strukturze dochodu, którym rozporządza, wydatków, spożycia oraz wyposażenia gospodarstwa domowego w przedmioty trwałego użytkowania. Poziom przeciętnego miesięcznego dochodu rozporządzalnego na osobę w zaokrągleniu do 1 zł wyniósł w 2019 r. 1819 zł i był realnie wyższy o 5 proc. od dochodu z roku 2018. Przeciętne miesięczne wydatki na 1 osobę w gospodarstwach domowych osiągnęły w 2019 r. wartość 1252 zł i były realnie wyższe o 3,1 proc. od wydatków z 2018 r. Wydatki na towary i usługi konsumpcyjne wyniosły 1201 zł i były realnie wyższe o 3,3 proc. w stosunku do 2018 r. (rysunek 7.2).



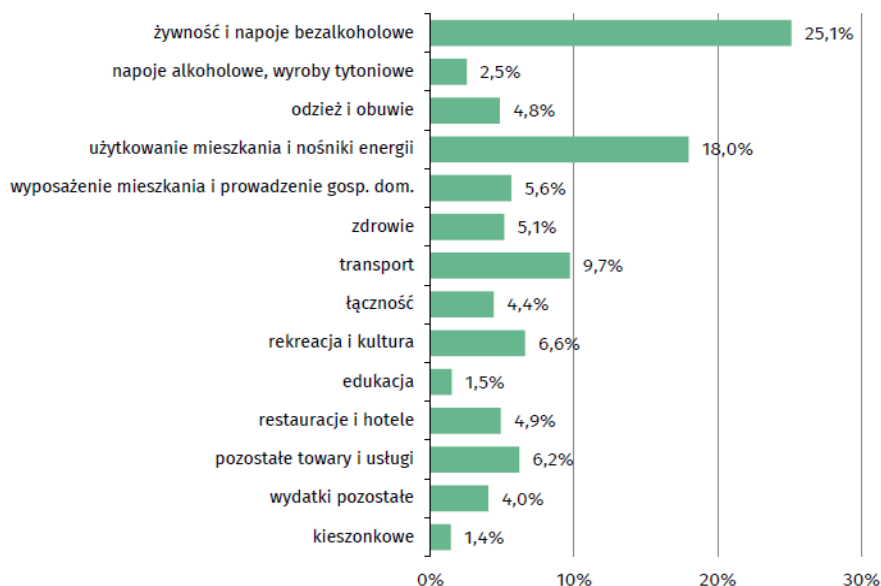
Rysunek 7.2. Poziom przeciętnych miesięcznych dochodów i wydatków na 1 osobę w gospodarstwach domowych oraz udział wydatków w dochodzie rozporządzalnym w latach 2004–2019

Źródło: (GUS, 2020a).

Według GUS w 2019 r. nadal utrzymywało się relatywnie duże zróżnicowanie przeciętnych miesięcznych dochodów i wydatków pomiędzy różnymi grupami społeczno-ekonomicznymi gospodarstw domowych. Podobnie jak w latach poprzednich, najwyższy przeciętny miesięczny dochód rozporządzalny na 1 osobę w gospodarstwach domowych (2174 zł) oraz przeciętne miesięczne wydatki na osobę (1472 zł) wystąpiły w gospodarstwach osób pracujących na własny rachunek poza gospodarstwem rolnym. W tej grupie gospodarstw

domowych – w porównaniu do przeciętnej dla ogółu gospodarstw domowych w Polsce – zarówno dochód, jak i wydatki były wyższe, odpowiednio o 19,5 proc. i o 17,6 proc. (w 2018 r. odpowiednio o 18,8 proc. i o 17,9 proc.). Najniższym przeciętnym miesięcznym dochodem rozporządzalnym na 1 osobę w 2019 r. dysponowały gospodarstwa domowe rencistów. Ich przeciętny dochód na 1 osobę wyniósł 1498 zł i był o 17,7 proc. niższy od średniej ogólnopolskiej (w 2018 r. niższy o 20 proc.). Najniższe przeciętne wydatki na 1 osobę odnotowano natomiast w gospodarstwach domowych rolników (914 zł) i były one o 27 proc. niższe od średnich wydatków dla gospodarstw ogółem (w 2018 r. – niższe o 26,5 proc.).

Strukturę przeciętnych miesięcznych wydatków na 1 osobę w gospodarstwach domowych w Polsce w 2019 r. przedstawia rysunek 7.3. Wynika z niego, że ponad ¼ wydatków ogółem dotyczy żywności i napojów bezalkoholowych, drugą pozycję (18%) stanowiło użytkowanie mieszkania i nośniki energii, a blisko 10% wydatków dotyczyło transportu.



Rysunek 7.3. Struktura przeciętnych miesięcznych wydatków na 1 osobę w gospodarstwach domowych (odsetek w wydatkach ogółem) w 2019 roku

Źródło: (GUS, 2020a).

Fragment rocznego budżetu rodzinnego przedstawiono w tabeli 7.1.

Z technicznego punktu widzenia budżet domowy może być prowadzony w **formie tradycyjnej** za pomocą kartki i ołówka (ang. *paper and pen*), w **ar-**

Tabela 7.1. Budżet rodzinny

KOWALSCY — BUDŻET RODZINNY

ROK: 2013

DOSTĘPNA GOTÓWKA	STY	LUT	MAR	KWI	MAJ
Gotówka miesięczna	1 220,00 zł	1 587,00 zł	1 174,00 zł	1 445,00 zł	1 391,00 zł
TYP PRZYCHODU	STY	LUT	MAR	KWI	MAJ
Przychód 1	4 000,00 zł	4 410,00 zł	4 019,00 zł	4 263,00 zł	4 123,00 zł
Przychód 2	275,00 zł	296,00 zł	251,00 zł	269,00 zł	252,00 zł
Inne przychody	500,00 zł	507,00 zł	551,00 zł	556,00 zł	588,00 zł
ŁĄCZNY PRZYCHÓD	4 775,00 zł	5 213,00 zł	4 821,00 zł	5 088,00 zł	4 963,00 zł
WYDATKI	STY	LUT	MAR	KWI	MAJ
Utrzymanie domu	1 500,00 zł	1 500,00 zł	1 500,00 zł	1 500,00 zł	1 500,00 zł
Artykuły spożywcze	250,00 zł	331,00 zł	299,00 zł	333,00 zł	324,00 zł
Opłaty za samochód	345,00 zł	345,00 zł	345,00 zł	345,00 zł	345,00 zł
Ubezpieczenie	120,00 zł	120,00 zł	120,00 zł	120,00 zł	120,00 zł
Telefon domowy	50,00 zł	50,00 zł	50,00 zł	50,00 zł	50,00 zł
Telefon komórkowy	72,00 zł	70,00 zł	80,00 zł	70,00 zł	75,00 zł
Telewizja kablowa	60,00 zł	63,00 zł	65,00 zł	60,00 zł	65,00 zł
Internet	45,00 zł	45,00 zł	45,00 zł	45,00 zł	45,00 zł
Energia elektryczna	155,00 zł	155,00 zł	158,00 zł	160,00 zł	165,00 zł
Woda	35,00 zł	35,00 zł	37,00 zł	39,00 zł	45,00 zł
Paliwo	50,00 zł	45,00 zł	40,00 zł	40,00 zł	42,00 zł

Źródło: (Miesięczny budżet rodzinny).

kuszu kalkulacyjnym, na przykład: Excel (desktop PFM), a coraz częściej z wykorzystaniem **specjalistycznego oprogramowania** bankowego (online PFM) lub niebankowego (web PFM), które określa się mianem **PFM** (*personal finance management*). Są one zintegrowane z rachunkami bankowymi i dają możliwość importowania/eksportowania danych finansowych dotyczących wpływów i wydatków z różnych rachunków.

Prowadzenie budżetu domowego, czyli kontrola poziomu i struktury dochodów i wydatków gospodarstwa domowego, oznacza dla gospodarstwa domowego następujące **korzyści z planowania**: pozwala na bardziej efektywne zarządzanie finansami, lepsze planowanie większych wydatków, umożliwia znalezienie optymalnego źródła finansowania ewentualnych sald deficytowych, zapobiega impulsywnej, nieprzemyślanej konsumpcji, daje możliwość racjonalizacji wydatków gospodarstwa domowego i zmiany struktury konsumpcji, sprzyja również oszczędzaniu (celowemu i niecelowemu).

7.2.2. Gromadzenie oszczędności i inwestowanie

Decyzje związane z gromadzeniem oszczędności przez gospodarstwa domowe oraz przeznaczanie części z nich na inwestycje obarczone ryzykiem są ważne nie tylko z mikro-, ale również makroekonomicznego punktu widzenia. Źródłem oszczędności jest część dochodu, która w danym momencie nie została przeznaczona na konsumpcję bieżącą, dlatego oszczędności nazywa się konsumpcją przyszłą, a sam wybór – międzyokresowym wyborem konsumpcja-oszczędności. Warto przy tym zapamiętać możliwe relacje, jakie mogą zachodzić między dochodem a konsumpcją gospodarstwa domowego (gdzie I – dochód, C – konsumpcja, S – oszczędności):

- $I = C$ – gospodarstwa domowe zrównoważone (zbilansowane),
- $I > C$, $S > 0$ – gospodarstwa domowe nadwyżkowe,
- $I < C$, $S < 0$ – gospodarstwa domowe deficytowe.

Gospodarstwa domowe dokonujące wyboru, czy i ile oszczędzać na przyszłość, kierują się atrakcyjnością oszczędzania, motywem przezornościowym (odkładanie na nieprzewidziane wydatki) czy koniecznością zgromadzenia określonego kapitału na wyznaczony cel, na przykład zakup domu, wykształcenie dzieci czy kapitał emerytalny. Oferta produktów oszczędnościowych dla gospodarstw domowych jest bardzo bogata i obejmuje bezpieczne lokaty bankowe, polisy kapitałowe czy skarbowe papiery wartościowe. Należy pamiętać, że środki pieniężne zgromadzone w bankach i SKOK-ach podlegają ochronie do równowartości **100 000 euro** na osobę (w szczególnych przypadkach do 200 000 euro).

Dla części oszczędzających stopa zwrotu oferowana przez bezpieczne instrumenty finansowe będzie niezadowalająca. W związku z tym będą nabywali instrumenty finansowe związane z ryzykiem o różnej skali w zależności od emitenta i terminu. Są to bezpieczne obligacje komunalne, obligacje bankowe, obligacje spółdzielcze czy certyfikaty depozytowe, ale także bardziej ryzykowne obligacje korporacyjne czy akcje, które zalicza się do instrumentów o najwyższym poziomie ryzyka. Postawy inwestorów wobec ryzyka można podzielić na:

- skłonność do ryzyka (osoby skłonne do ryzyka, akceptujące wysoki jego poziom, będą lokować swój kapitał w najbardziej ryzykowne instrumenty),
- obojętność wobec ryzyka (osoby będą wybierały instrumenty o umiarkowanym ryzyku),
- awersja do ryzyka (osoby nieakceptujące określonych poziomów ryzyka zainwestują w instrumenty bezpieczne).

Należy pamiętać, że zarówno odsetki bankowe, jak i zyski kapitałowe z instrumentów finansowych są opodatkowane tzw. **podatkiem Belki**, którego

stawka wynosi **19%** i wpływa na ostateczną rentowność produktów inwestycyjnych i oszczędnościowych.

Poza **nominalną stopą procentową** należy również pamiętać o **realnym oprocentowaniu**, na które ma wpływ **inflacja**. W przypadku niskich nominalnych stóp procentowych i umiarkowanej inflacji realna stopa procentowa może być ujemna.

7.2.3. Utrzymywanie płynności finansowej i zadłużenie na cele konsumpcyjne i inwestycyjne

Utrzymywanie płynności finansowej przez gospodarstwo domowe oznacza **zdolność do regulowania bieżących zobowiązań z różnych tytułów**. Gospodarstwo domowe, w którym dochody nie wystarczają na pokrywanie tych zobowiązań, będzie się wspomagało **finansowaniem zewnętrznym** w postaci pożyczek od rodziny, znajomych, w zakładach pracy, od instytucji pożyczkowych, a także kredytów bankowych. W tym ostatnim przypadku warunkiem skorzystania z kredytu bankowego będzie posiadane **zdolności kredytowej**.

Zaciągnięcie kredytu zwiększa możliwości nabywcze gospodarstwa domowego, a jego spłata w przyszłości z bieżących dochodów zmniejsza je. Dlatego przez zaciągnięciem zobowiązania należy dokładnie skalkulować, na jaką wysokość raty kredytowej będzie nas stać w przyszłości, aby nie powodować nadmiernego zadłużenia. Takie działanie, podobnie jak uważne czytanie umów kredytowych przed ich podpisaniem, wpisuje się w **odpowiedzialne zaciąganie kredytów**.

Kredyty detaliczne dla gospodarstw domowych zasadniczo można podzielić na dwie grupy:

- **kredyty konsumpcyjne (konsumenckie)**, na przykład: kredyt gotówkowy, kredyt ratalny, kredyt samochodowy, kredyt w karcie, kredyt w rachunku oszczędnościowo-rozliczeniowym, tzw. debet, kredyt studencki;
- **kredyty hipoteczne**, które służą finansowaniu zakupu nieruchomości – domu czy mieszkania już wybudowanego lub budowy mieszkania/domu, a także nabycia samej działki budowlanej; ich zabezpieczeniem jest **hipoteka** ustanowiona na nieruchomości.

Należy pamiętać, że zgodnie z przepisami kodeksu cywilnego oprocentowanie kredytów jest limitowane i może wynieść maksymalnie dwukrotność stopy referencyjnej NBP powiększonej o 3,5 punktu procentowego [**odsetki maksymalne** to $2 \cdot (\text{stopa referencyjna NBP} + 3,5 \text{ p.p.})$], a maksymalne odsetki za opóźnienie to dwukrotność stopy referencyjnej NBP* powiększonej

* Stopa referencyjna to minimalna rentowność bonów pieniężnych NBP.

o 5,5 punktu procentowego [$2 \cdot (\text{stopa referencyjna NBP} + 5,5 \text{ p.p.})$]. Jednak ważnym parametrem do porównywania różnych ofert kredytów dla konsumentów, który uwzględnia nie tylko oprocentowanie, ale także prowizje i opłaty, jest **RRSO (roczna rzeczywista stopa procentowa)**.

Kredyty dla gospodarstw domowych, ze względu na kredytobiorcę, jakim jest konsument, podlegają bardzo rygorystycznym regulacjom. Są to:

- Ustawa z dnia 12 maja 2011 r. o kredycie konsumenckim, która definiuje umowę o **kredyt konsumencki** – w wysokości nie większej niż **255 550 zł** albo równowartości tej kwoty w innej walucie, którego kredytodawca w zakresie swojej działalności udziela lub daje przyrzeczenie udzielenia konsumentowi;
- Ustawa z dnia 23 marca 2017 r. o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami.

Należy zauważyć, że w Polsce ponad **50% kredytów hipotecznych** jest sprzedawanych przez pośredników kredytowych. **Pośrednik kredytowy** to w rozumieniu przepisów kodeksu cywilnego przedsiębiorca inny niż kredytodawca, który w zakresie swojej działalności gospodarczej lub zawodowej uzyskuje korzyści majątkowe, w szczególności wynagrodzenie od konsumenta, dokonując czynności faktycznych lub prawnych, które są związane z przygotowaniem, oferowaniem lub zawieraniem umowy o kredyt. Organ nadzoru finansowego w Polsce (KNF) prowadzi **publiczny rejestr zarówno pośredników kredytu konsumenckiego, jak i hipotecznego**. W rejestrze KNF są również zapisane **instytucje pożyczkowe**, które udzielają konsumentom niskokwotowych i krótkoterminowych pożyczek pieniężnych nazywanych potocznie „chwilówkami”.

7.3. Doradztwo finansowe dla gospodarstw domowych

Zgodnie z definicją Europejskiej Federacji Pośredników i Doradców Finansowych FECIF z siedzibą w Brukseli doradca finansowy to wszechstronnie wykształcony specjalista, którego celem jest **ochrona majątku i bezpieczeństwa finansowego** klienta poprzez analizę jego potrzeb, dobór produktów do realizacji celów finansowych, zapewnienie płynności finansowej oraz przygotowanie klienta do skorzystania z usług instytucji finansowej.

Niezależny doradca finansowy (NDF) nie jest pośrednikiem finansowym, który zajmuje się sprzedażą produktów konkretnych instytucji finansowych, na przykład: banków, funduszy inwestycyjnych czy zakładów ubezpieczeń i jest przez nich wynagradzany w postaci prowizji. Doradca finansowy reprezentuje interes klienta, jest przez niego wynagradzany w ustalonej z klientem formie. Zadaniem doradcy finansowego jest rozpoznanie potrzeb i celów klienta krótko-, średnio- i długoterminowych, diagnoza jego sytuacji finansowej oraz rekomendacje w zakresie doboru produktów finansowych spełniających określone parametry, które wynikają z realizacji planu finansowego.

Historia zawodu doradcy finansowego obejmuje ponad 50 lat od pamiętnego spotkania trzynastu przedstawicieli branży finansowej w dniu 12 grudnia 1969 r. w Chicago pod przewodnictwem Lorena Duntona (grupę tą określa się mianem Chicago 13), nazywanego ojcem zawodu. W ciągu tych dekad nastąpił rozwój zawodu w USA, a także jego geograficzna ekspansja na różne kraje i kontynenty.

W dniu 27 kwietnia 2010 r. zawód doradcy finansowego został umieszczony w klasyfikacji zawodów – kod zawodu 241202, zgodnie z rozporządzeniem Ministra Pracy i Polityki Społecznej w sprawie klasyfikacji zawodów i specjalności na potrzeby rynku pracy oraz zakresu jej stosowania. Rozporządzenie weszło w życie 1 lipca 2010 r. (Dz.U. 2010 nr 82 poz. 537). Standard zawodu nr 241202 został wprowadzony przez Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej w październiku 2013 r.

W ramach międzynarodowej standaryzacji planowania finansów osobistych w 2005 r. przyjęto określony standard ISO. Zgodnie ze standardem ISO 22222:2005* **planowanie finansów osobistych** (ang. *personal financial planning*) z udziałem doradcy finansowego składa się z następujących etapów:

- ocena obecnej sytuacji finansowej gospodarstwa domowego;
- określenie celów finansowych i pozafinansowych gospodarstwa domowego;
- określenie możliwości oszczędzania, inwestowania, ubezpieczania i kredytowania gospodarstwa domowego poprzez zebranie odpowiednich informacji, ich analizę i ocenę pod kątem korzyści, kosztów i poziomu ryzyka;
- tworzenie planu finansowego, czyli dokumentu, z którego będzie wynikać, jak osiągnąć cele przy wykorzystaniu dostępnych środków;
- wykonanie planu finansowego samodzielnie lub z wykorzystaniem podmiotów zewnętrznych – księgowych, planistów finansowych, doradców inwestycyjnych i prawników; praktyczne wykonanie planu polega na nabyciu

* *Personal financial planning — Requirements for personal financial planners*, <https://www.iso.org/obp/ui/#iso:std:43033:en>.

instrumentów oszczędnościowych, inwestycyjnych, ubezpieczeniowych, emerytalnych, zaciągnięciu kredytów;

- monitorowanie procesu wykonawczego, ocena jego wykonania i weryfikacja planu finansowego.

W Polsce certyfikacją doradców finansowych zajmują się:

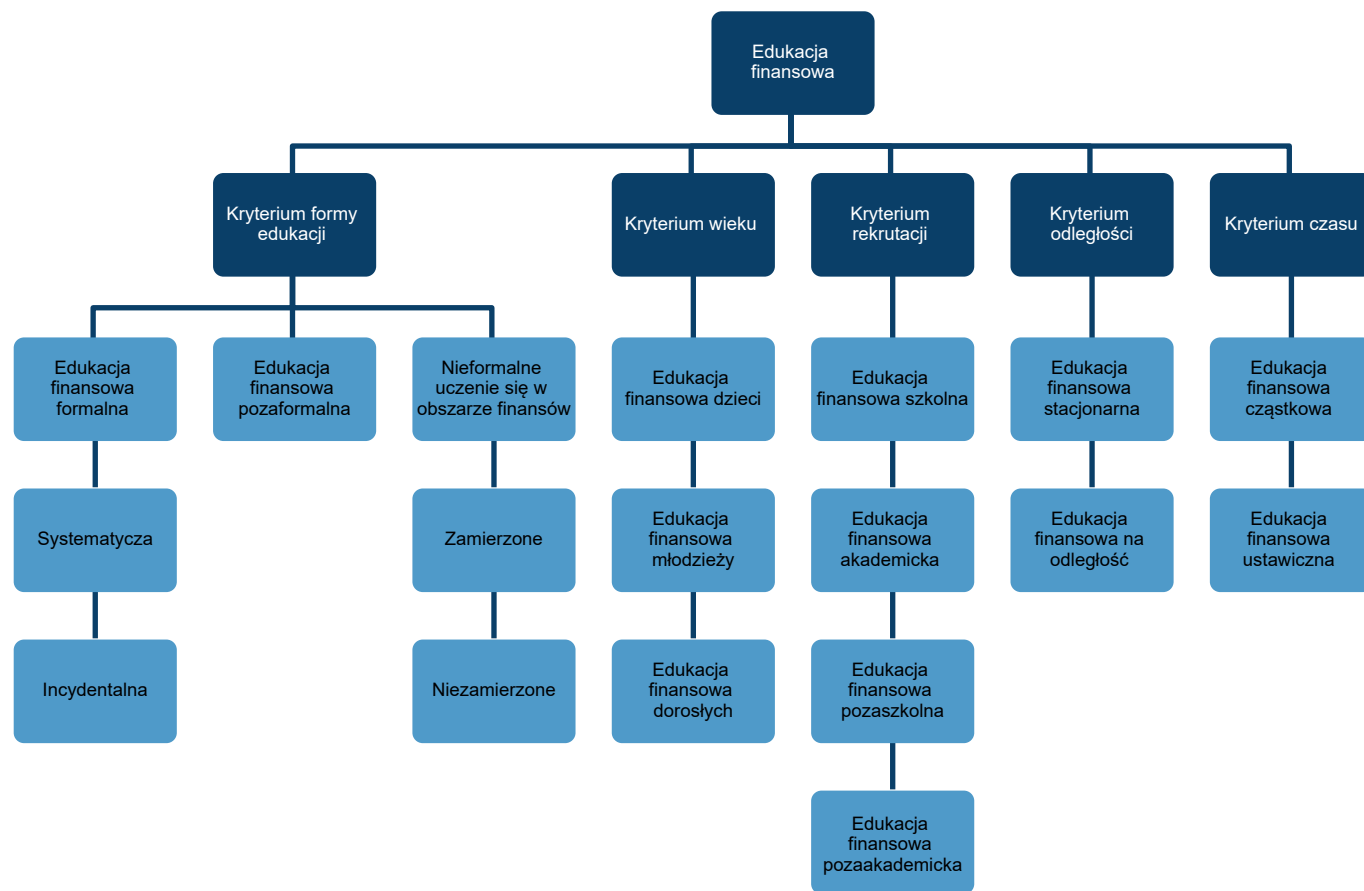
- Europejska Federacja Doradców Finansowych EFPF Polska (model doradztwa niebankowego);
- Fundacja na rzecz Standardów Doradztwa Finansowego EFPA Polska (model doradztwa bankowego dla zamożnych klientów).

Wzrastający popyt na doradztwo finansowe wynika z dynamicznego rozwoju rynku usług finansowych, coraz większego zróżnicowania i stopnia skomplikowania usług i instrumentów finansowych, niedostatecznej wiedzy finansowej i umiejętności konsumentów, bogacenia się społeczeństwa, chęci zadłużania się na cele konsumpcyjne i inwestycyjne, a także niewydolnych systemów emerytalnych i konieczności samodzielnego gromadzenia kapitału emerytalnego.

7.4. Edukacja finansowa oraz kształtowanie wiedzy i świadomości finansowej gospodarstw domowych

Zmieniający się rynek usług finansowych wymaga pogłębiania posiadanej wiedzy w zakresie finansów, usług bankowych, a przede wszystkim zdobycia podstawowej wiedzy niezbędnej do prawidłowego funkcjonowania w analizowanych obszarach. Jednym z elementów **edukacji ekonomicznej** jest **edukacja finansowa** (rysunek 7.4). Poprzez dążenie do racjonalności gospodarowania budżetem domowym z wykorzystaniem zasad ekonomii i wykształceniem świadomości ekonomicznej edukacja finansowa może wspomóc eliminację czynników warunkujących m.in. wykluczenie finansowe o charakterze popytowym i społecznym oraz przyczynić się do lepszego zrozumienia mechanizmów funkcjonowania procesu zarządzania finansami.

Edukacja finansowa może pomóc w zaszczepieniu grupom społecznym (różnym pod względem wieku, miejsca zamieszkania, etapu życia) wiedzy finansowej niezbędnej do tworzenia budżetów gospodarstw domowych, inicjowania planów oszczędzania i podejmowania strategicznych decyzji inwestycyjnych.



Rysunek 7.4. Kryteria klasyfikacji edukacji finansowej

Źródło: na podstawie (Świecka, 2018, s. 7).

Takie planowanie finansowe może wspomóc rodziny w sprostaniu zobowiązaniom terminowym i maksymalizacji ich dobrobytu w długim okresie.

Zdobycie wiedzy i umiejętności finansowych odbywa się na różnych etapach edukacji formalnej (szkoła podstawowa, szkoła średnia, studia) i nieformalnej (zajęcia dodatkowe, pozaszkolne, uzupełniające wiedzy zdobytą w szkole).

Podstawowymi **celami edukacji finansowej** są: zarządzanie budżetem, wybór i umiejętne korzystanie z usług finansowych, wzmocnienie zasobów finansowych, zwiększenie świadomości (tabela 7.2). Umiejętność racjonalnego gospodarowania budżetem służy zapewnieniu bezpieczeństwa finansowego wszystkich członków gospodarstwa domowego. Wybór i umiejętne korzystanie z usług finansowych to działania mające na celu określenie zasad działania i dopasowania produktów do docelowych grup odbiorców. Wzmocnienie zasobów finansowych jest priorytetem w zakresie wyznaczania strategii gospodarowania, oszczędzania i możliwych strategii inwestycyjnych. Realizacja wyznaczonych celów powinna się odbywać poprzez określenie strategii działania krótko- i długoterminowych oraz zgłębianie nieznanej terminologii w celu planowania przyszłości i pogłębiania świadomości finansowej) (Iwanicz-Drozdowska, 2011).

Edukacja finansowa staje się fundamentem nowoczesnej bankowości. Postrzeganie edukacji finansowej jako procesu wymaga od instytucji finansowych większej motywacji do tworzenia i oferowania produktów służących podjęciu najlepszej decyzji przez konsumenta. Proces edukacji powinien obejmować przyswajanie podstawowej wiedzy na temat oferowanych produktów i usług oraz obowiązujących procedur. Etap kolejny stanowi rozwój umiejętności poprzez wykorzystanie zdobytej wiedzy w praktyce, co finalnie powinno się przełożyć na poczucie odpowiedzialności za podjęcie decyzje. Działania edukacyjne w Polsce należy podzielić na te, które podejmowane są przez instytucje niepubliczne, portale internetowe, instytucje publiczne, i na działania instytucji finansowych, banki komercyjne i spółdzielcze. W analizie programów edukacyjnych pomocna może być również **Mapa edukacji finansowej** opracowana na Uniwersytecie Ekonomicznym w Poznaniu na zlecenie Związku Banków Polskich i Polskiej Izby Ubezpieczeń. VI edycja cz. 2 mapy przedstawia działania ogólnopolskie w zakresie edukacji ekonomicznej skierowanej do różnych grup wiekowych (uczniowie, studenci, dorośli). Zawarto w niej propozycje zmian działających już programów edukacyjnych.

Świadomość finansowa oznacza wiedzę, zrozumienie, umiejętności, motywację i pewność siebie dotyczące podejmowania decyzji. Do czterech składowych świadomości finansowej zaliczamy: nadzorowanie finansów, wiązanie końca z końcem, planowanie, wybór produktów finansowych, bycie poinformowanym o sprawach finansowych. **Świadomość finansowa** to połączenie wiedzy

finansowej oraz zachowań i postaw konsumenta. Umożliwia ona podejmowanie optymalnych decyzji finansowych. Pojęciem szerszym od świadomości finansowej jest **świadomość ekonomiczna**. Tutaj należy wyróżnić **świadomość ekonomiczną płytką i głęboką**. Głęboka świadomość ekonomiczna jest wynikiem długiego i złożonego procesu edukacji, przede wszystkim formalnej (etap szkolny). Płytką świadomość ekonomiczna to rezultat rejestracji bodźców i haseł, które docierają do odbiorcy z zewnątrz.

Wiedza finansowa jest elementem świadomości finansowej. Jest definiowana jako umiejętność rozumienia finansów. Odnosi się do zestawu umiejętności i wiedzy, które umożliwiają jednostce podejmowanie przemyślanych i efektywnych decyzji. Wiedza finansowa definiowana **wąsko** koncentruje się na wiedzy związanej z zarządzaniem pieniędzem: budżetowaniem, oszczędzaniem, inwestowaniem, ubezpieczeniem.

Szersze ujęcie wiedzy finansowej może obejmować rozumienie ekonomii oraz zależność pomiędzy warunkami ekonomicznymi a decyzjami podejmowanymi przez gospodarstwo domowe (Zdanowska, 2012; Frączek, 2017). Pozyskanie wiedzy finansowej z obszaru płatności, oszczędności, inwestycji, ubezpieczeń, kredytów i przyszłości emerytalnej pozwala na lepsze długookresowe planowanie finansowe.

7.5. Zagadnienia problemowe w finansach osobistych

7.5.1. Wykluczenie finansowe

Problem **wykluczenia finansowego** pojawił się w analizach wykluczenia społecznego na początku XXI w. Wzmianki na ten temat można odszukać w strategii lizbońskiej i w raporcie milenijnym ONZ United Nations Millennium Declaration 2000.

Pierwszy raz pojęcie wykluczenia finansowego zostało sprecyzowane i zdefiniowane przez A. Leyshona i N. Thrifta (tabela 7.2) jako procesy, które powodują ograniczenie dostępu do systemu finansowego określonych grup społecznych. Problem ten dotyczy najczęściej grupy o ograniczonych dochodach. **Wykluczenie finansowe** można rozpatrywać w dwóch aspektach: szerokim

Tabela 7.2. Wybrane definicje wykluczenia finansowego

Autor (rok)	Definicja
A. Leyshon i N. Thrift (1995, s. 312–341)	„Wykluczenie finansowe to procesy, które służą ograniczeniu dostępu do systemu finansowego określonym grupom społecznym. Dotyka ono najczęściej grupy o ograniczonych dochodach”
L. Anderoni i E. Carluccio (podejście szerokie) (2007, s. 7)	„Trudności, jakich doświadczają osoby o niskich dochodach i znajdujące się w niekorzystnej sytuacji społecznej w korzystaniu z usług finansowych, które są im potrzebne – na przykład posiadanie konta i możliwości dokonywania rozliczeń bezgotówkowych, dostęp do kredytu o „rozsądnym” poziomie oprocentowania czy też budowanie nawet niewielkich oszczędności, z uwzględnieniem niestabilnej sytuacji zawodowej”
European Commission (2008, s. 10)	„Proces, w którym obywatele doświadczają problemów w dostępie do korzystania z produktów i usług finansowych na głównym rynku, które są odpowiednie do ich potrzeb i umożliwiają im prowadzenie normalnego życia w społeczeństwie”
E. Gostomski (2008, s. 41)	„Wykluczenie finansowe obejmuje ogół trudności, jakie mają określone osoby z dostępem do elementarnych usług bankowych”
T. Borkowski (2009, s. 54)	„Trudności w dostępie do usług finansów w zakresie podstawowym dla osób fizycznych oraz przedsiębiorstw”
B. Szopa i A. Szopa (2011, s. 18)	„Wykluczenie finansowe oznacza stan ograniczenia lub braku zasobów finansowych, jakimi dysponują podmioty, co nie pozwala im na efektywne korzystanie z usług finansowych, bankowych, ubezpieczeniowych, doradztwa biznesowego, usług prawnych, a nawet ochrony zdrowia, edukacji, kultury, uniemożliwia aktywność polegającą na inwestowaniu na giełdzie, w fundusze inwestycyjne, czy też posiadanie konta bankowego”
J. Buko (2011, s. 268)	„Stopniowe odłączanie się od rynku finansowego spowodowane m.in. niedostosowaniem oferty lub problemami finansowymi”
M. Maciejasz-Świątkiewicz (2013, s. 38–39)	„Zjawisko procesowe obejmujące ogół trudności, z jakimi borykają się podmioty działające na rynku usług finansowych w sferze ich konsumpcji, produkcji i spójności społecznej, zarówno jednostki, jak i grupy (gospodarstwa domowe), w zakresie dostępu i możliwości korzystania z oferty produktów i usług finansowych. Trudności te mogą mieć charakter zawiniony lub niezawiniony, dobrowolny, przymusowy, trwały, czasowy, pierwotny, wtórny, pełny lub częściowy, uświadomiony lub nieuświadomiony (...)”

Źródło: opracowanie własne.

i wąskim. W **podejściu szerokim** zwraca się szczególną uwagę na potrzeby finansowe w kontekście trudności, jakich doświadczają osoby o niskim statusie społecznym, niskich dochodach i znajdujące się w niekorzystnej sytuacji społecznej w zakresie korzystania z usług finansowych uznawanych za powszechnie niezbędne, jak na przykład posiadanie rachunku bankowego, dostęp do rozliczeń bezgotówkowych, dostęp do kredytu z niską stopą oprocentowania czy generowanie niewielkich oszczędności, przy niestabilnej sytuacji zawodowej. W wąskim podejściu kładzie się nacisk na brak dostępu do usług uniwersalnych.

W literaturze często są one nazywane podstawowymi. Usługi z tego zakresu są ważne dla zapewnienia bezpieczeństwa, jednakże nie mają dużego wpływu na domowe finanse (Maciejasz-Świątkiewicz, 2013).

Występowanie i poziom wykluczenia finansowego są uzależnione od wielu czynników (tabela 7.3). Do najważniejszych **przyczyn** wykluczenia finansowego należy zaliczyć **czynniki o charakterze społecznym, popytowym i podażowym**. Wśród dodatkowych przyczyn mogących wpływać na pojawienie się

Tabela 7.3. Przyczyny wykluczenia finansowego

Rodzaje czynności	Przyczyny
Społeczne	zmiany demograficzne/technologia
	zmiany na rynku pracy
	nierówności w zakresie wynagrodzenia
	liberalizacja rynku, marginalizacja społeczeństwa
	pomoc socjalna, społeczna
	nadmierne zadłużenie, zmiany demograficzne
	zanikanie instytucji dla osób o niskich dochodach
	przeciwdziałanie praniu brudnych pieniędzy
	polityka fiskalna
	zmiany demograficzne, młodzież
	migracje i mniejszości narodowe
	brak gotówki
Podażowe	ocena zdolności kredytowej/zarządzanie ryzykiem
	marketing
	dostępność geograficzna
	warunki produktu
	kanały dystrybucji
	złożoność wyboru
	cena
	rodzaj produktu
Popytowe	świadomość kosztowa
	niski poziom samooceny
	lęk przed utratą płynności finansowej
	nieufność wobec dostawców usług
	preferencje wobec alternatywnych dostawców/aspekty kulturowe
	wyznania religijne
	niechęć do korzystania z usług finansowych
	złe wcześniejsze doświadczenia
	obawy przed zajęciem majątku

Źródło: opracowanie własne na podstawie: (Iwanicz-Drozdowska 2009, s. 12–13).

wykluczenia finansowego należy wskazać **czynniki natury psychologicznej** (na przykład lęki, obawy przed nową technologią, kradzieżą środków).

Wykluczenie finansowe może przybierać różne formy w zależności od przyczyn, jakie wpływają na występowanie zjawiska (**rodzaje**). Pod względem rodzaju wykluczenia finansowego należy wymienić: **wykluczenie o podłożu geograficznym** (na przykład zbyt mała liczba placówek, brak infrastruktury), **wykluczenie ze względu na dostępność** (na przykład utrudniony dostęp do produktów z powodu wieku, braku zdolności kredytowej), **wykluczenie ze względu na warunki** (niedopasowanie produktów i usług do potrzeb klienta), **wykluczenie ze względu na cenę** (na przykład wysokie opłaty i prowizje), **wykluczenie marketingowe** (brak informacji o ofercie, brak oferty dla osób o najniższych dochodach) i **samowykluczenie** (dobrowolna rezygnacja z usług bankowych).

Wykluczenie finansowe może obejmować różne **obszary życia**: **wykluczenie kredytowe** (brak dostępu do kredytów bankowych ze względu na wiek, zdolność kredytową, inne zadłużenia), **wykluczenie płatnicze** (pełne lub częściowe niekorzystanie z rachunku bankowego i usług towarzyszących), wykluczenie oszczędnościowe (brak posiadanych oszczędności), wykluczenie inwestycyjne (brak środków i wiedzy, by rozpocząć inwestowanie), wykluczenie ubezpieczeniowe (brak wykupionych polis na życie, ubezpieczenia mienia, zabezpieczenia na przyszłość), wykluczenie emerytalno-rentowe (brak wypłaty świadczeń emerytalno-rentowych, niskie świadczenia niepozwalające na godne życie) (Warchlewska, 2020).

7.5.2. Nadmierne zadłużenie i upadłość konsumencka

Problem **zadłużenia** jest efektem kilku czynników. Nieregularność uiszczania należności i nadmierna liczba zaciąganych kredytów i pożyczek to dwa najczęstsze powody niekorzystnej sytuacji społeczeństwa, która prowadzi do wykluczenia finansowego. Osoby nadmiernie zadłużone znajdują się w trudnej sytuacji ze względu na czynniki ekonomiczne, gdyż to wysokość osiąganych dochodów determinuje konsumpcję i pozytywną decyzję kredytową. **Czynniki demograficzne i społeczne warunkują** poziom zadłużenia społeczeństwa w zależności od wieku, liczby osób w gospodarstwie domowym. Nie bez wpływu jest **sytuacja makroekonomiczna kraju** determinująca zamożność społeczeństwa na rynku pracy poprzez określenie płacy minimalnej, co znajduje odzwierciedlenie w decyzjach kredytowych banków. **Poziom akceptowalnego ryzyka** przez członków gospodarstwa domowego może istotnie wpływać na decyzje kredytowe i subiek-

tywną **ocenę własnej sytuacji finansowej**. **Niski zasób wiedzy** na temat finansów blokuje możliwości analizy ofert bankowych, i to nie tylko pod względem ceny.

Nadmierne zadłużenie to sytuacja, w której dochód gospodarstwa domowego pomimo obniżenia standardu życiowego jest niewystarczający, by uregulować wszystkie swoje zobowiązania przez dłuższy czas.

Osoby uwikłane w „**spiralę zadłużenia**” z powodu niedostatecznej wiedzy o finansach, braku kontroli nad wydatkami, nadmiernej konsumpcji i nazbyt dużej liczby kredytów i pożyczek są przykładem aktywnej formy zadłużenia (ZBP, 2013).

Przyczyną nadmiernego zadłużenia jest w dużej mierze nieroztropność i lekkomyślność w podejmowaniu decyzji kredytowych, nieumiejętne korzystanie z kart kredytowych oraz zaciąganie nowych długów na spłatę starych. Zaciągnięcie kredytu powinno być poprzedzone rzetelną analizą sytuacji finansowej i budżetu domowego. **Musimy udowodnić instytucji kredytowej, że jest nas stać na kredyt**. Brak wiedzy o przysługujących prawach oraz niezajomość warunków umowy mogą narazić najsłabszych uczestników rynku na negatywne konsekwencje finansowe. Do przyczyn nadmiernego zadłużenia należy zaliczyć **poręczanie kredytów** (poręczanie swoimi dochodami kredytu innej osoby). Stan nadmiernego zadłużenia może być również spowodowany czynnikami losowymi, jak utrata źródła zarobkowania, utrata części dochodów, utrata zdrowia, dziedziczenie długów.

Przed podjęciem decyzji o złożeniu wniosku kredytowego warto zweryfikować swoją **zdolność kredytową** do spłaty. **Analiza zdolności kredytowej składa się z analizy ilościowej i jakościowej**. **Analiza ilościowa** to ocena uzyskiwanych dochodów, miesięcznych kosztów utrzymania (na przykład czynsz, opłaty za media) oraz obecne zadłużenie (na przykład spłacane kredyty, zadłużenie na kartach kredytowych, dostępne limity i poręczone kredyty). **Analiza jakościowa** dotyczy takich danych, jak: wiek, stan cywilny, wykształcenie, wykonywany zawód, status mieszkaniowy, historia kredytowa wpływa na skłonność przyszłego klienta do wywiązania się z zaciągniętych zobowiązań. Pozyskanie informacji o historii kredytowej jest możliwe poprzez wnioskowanie o raport BIK w Biurze Informacji Kredytowej.

Dane o kredytobiorcach są gromadzone przez bankowe bazy danych, **Biuro Informacji Kredytowej oraz Biura Informacji Gospodarczej** (rysunek 7.5). **Biuro Informacji Kredytowej** gromadzi pozytywne (regularność spłat) i negatywne (nieregularność spłat) informacje o osobach korzystających z produktów kredytowych. Informacje w BIK pochodzą z banków, spółdzielczych kas

BIK

- banki komercyjne i spółdzielcze, Krajowe Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo-Kredytowe, firmy pożyczkowe, firmy leasingowe, firmy faktoringowe związane z bankami

BIG

- przedsiębiorcy, firmy telekomunikacyjne, dostawcy energii, banki, firmy pożyczkowe, ubezpieczeniowe i leasingowe, gminy, sądy, wierzyciele wtórni, osoby fizyczne

Rysunek 7.5. Podmioty przekazujące dane do BIK i BIG

Źródło: (BIK, 2020).

oszczędnościowo-kredytowych oraz firm pożyczkowych. W przypadku braku spłaty zobowiązania kredytowego informacje o takim zobowiązaniu mogą być przetwarzane w BIK przez pięć lat. Takie opóźnienie musi wynosić ponad 60 dni oraz musi minąć okres 30 dni od czasu otrzymania takiej informacji.

W przypadku **biur informacji gospodarczej** (na przykład BIG Info Monitor S.A., Krajowe Biuro Informacji Gospodarczej S.A., Krajowy Rejestr Długów Biuro Informacji Gospodarczej S.A., ERIF Biuro Informacji Gospodarczej S.A., ERIF Biuro Informacji Gospodarczej S.A., Krajowa Informacja Długów Telekomunikacyjnych Biuro Informacji Gospodarczej S.A.) dane mogą trafić do rejestru, kiedy należność wynosi minimum 200 zł dla konsumentów lub 500 zł dla przedsiębiorców, a termin zapłaty minął 30 dni wcześniej i upłynęło co najmniej 30 dni od wysłania przez wierzyciela wezwania do zapłaty. Biura Informacji Gospodarczej gromadzą tylko dane negatywne o klientach. Jeżeli zobowiązanie zostanie spłacone w całości, wierzyciel, który przekazał informację o długu do BIG, musi ten wpis usunąć w terminie 14 dni. W przypadku braku spłaty informacje mogą być przetwarzane przez BIG przez 6 lat (konsument) i 10 lat (przedsiębiorcy).

W sytuacji kiedy występują problemy ze spłatą rat kredytowych, należy prze-myśleć restrukturyzację kredytu. **Do form restrukturyzacji kredytu zaliczamy umowę, kredyt konsolidacyjny lub ostateczność – upadłość konsumencką.** Podpisanie **umowy** z bankiem pozwala na rozłożenie dalszych rat kredytowych na realne kwoty do spłaty, z wydłużonym czasem spłaty. Dłużnik musi udokumentować swoją trudną sytuację finansową. **Kredyt konsolidacyjny** to połączenie wszystkich kredytów w jeden. Dzięki takiemu rozwiązaniu istnieje możliwość obniżenia wysokości miesięcznej sumy spłat na nowych warunkach, zaproponowania wygodniejszej formy spłaty, również rata może być niższa niż suma dotychczasowych płatności (ZBP, 2013). **Upadłość konsumencka**

to sądowe postępowanie przeznaczone dla tych, którzy stali się niewypłacalni. Efektem ogłoszenia upadłości konsumenckiej jest oddłużenie niewypłacalnego konsumenta (Ministerstwo Sprawiedliwości, 2015). Procedura polega na umorzeniu całości lub części długów. Na mocy wniosku sądowego dłużnik przedkłada cały swój majątek w celu jego spieniężenia na spłatę zaległości. Postępowanie upadłościowe pozwala na wyczyszczenie negatywnej historii kredytowej ze wszystkich baz, które zbierają dane o kredytobiorcach (Dz. U. 2003, Nr 60, poz. 535).

Pytania i zadania otwarte

1. Wymień i opisz najważniejsze decyzje podejmowane przez gospodarstwa domowe.
2. Scharakteryzuj zestawienia finansowe w gospodarstwie domowym.
3. Przedstaw przyczyny korzystania z usług doradców finansowych.
4. Jakie są najważniejsze obszary doradztwa finansowego w gospodarstwie domowym?
5. Na czym polega edukacja finansowa formalna?
6. Wskaż elementy różnicujące wiedzę finansową w ujęciu wąskim i szerokim.
7. Omów cele edukacji finansowej.
8. Na stronie internetowej GUS (<https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/warunki-zycia/>) odszukaj najnowsze wyniki badania *Budżety gospodarstw domowych* i dokonaj analizy poziomu i struktury dochodów i wydatków w podziale na różne grupy społeczno-zawodowe oraz liczbę osób w gospodarstwie domowym.

Pytania zamknięte

- 7.1. Zestawienie wpływów i wydatków gospodarstwa domowego za dany okres to
 - a) bilans,
 - b) rachunek wyników,
 - c) plan finansowy,
 - d) cash flow.
- 7.2. Zestawienie planowanych wpływów i wydatków gospodarstwa domowego za dany okres to
 - a) bilans,
 - b) rachunek wyników,
 - c) budżet,
 - d) cash flow.
- 7.3. Odpowiednikiem kapitałów własnych w gospodarstwie domowym jest
 - a) wartość brutto gospodarstwa domowego,
 - b) wartość netto gospodarstwa domowego,
 - c) nadwyżka,
 - d) deficyt.
- 7.4. Zaznacz prawidłowe odpowiedzi dotyczące zawodu doradcy finansowego
 - a) ojczyzną zawodu jest USA,
 - b) zawód powstał w 2020 r.,
 - c) ojcem zawodu jest Donald Trump,
 - d) zawód powstał w Wielkiej Brytanii.
- 7.5. Do przyczyn wykluczenia finansowego o charakterze popytowym zaliczamy
 - a) zaufanie klientów wobec dostawców usług,
 - b) obawy przez zajęciem majątku,

- c) cenę,
 - d) politykę fiskalną.
- 7.6. Jakie podmioty przekazują dane o kredytobiorcach do Biura Informacji Kredytowej
- a) banki komercyjne,
 - b) osoby fizyczne,
 - c) instytucje pożyczkowe,
 - d) sądy.
- 7.7. Zbyt mała liczba placówek oraz brak infrastruktury są charakterystyczne dla
- a) wykluczenia finansowego ze względu na warunki,
 - b) wykluczenia finansowego o podłożu geograficznym,
 - c) wykluczenia finansowego ze względu na cenę,
 - d) wykluczenia finansowego o podłożu marketingowym.

Zalecana literatura

- Baremburch, A. (2012). *Zarządzanie finansami osobistymi – teoria i praktyka*. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Bywalec, C. (2012). *Ekonomika i finanse gospodarstw domowych*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Waliszewski, K. (2020). *Doradztwo finansowe w Polsce*. Warszawa: CeDeWu.
- Milic-Czerniak, R. (red.). (2016). *Finanse osobiste. Kompetencje. Narzędzia. Instytucje. Produkty. Decyzje*. Warszawa: Difin.
- Standard kompetencji zawodowych dla Doradcy finansowego. (2013). Pobrane 10 stycznia 2021 z ftp://kwalifikacje.praca.gov.pl/STANDARDY%20KOMPETENCJI%20ZAWODOWYCH/29_241202_doradca_finansowy.pdf

Rozdział 8

FINANSE MIĘDZYNARODOWE

8.1. Międzynarodowy system finansowy i jego instytucje

Międzynarodowy system finansowy składa się z organizacji i instytucji, które tworzą regulacje zapewniające bezpieczeństwo obrotu i sprawnej cyrkulacji środków finansowych, i (lub) które uczestniczą w zawieraniu transakcji finansowych. Do tych organizacji i instytucji, czyli do podmiotów finansów międzynarodowych, można zaliczyć: państwa, organizacje ponadpaństwowe (na przykład Unię Europejską), organizacje międzypaństwowe (na przykład Międzynarodowy Fundusz Walutowy), międzynarodowe banki regionalne (na przykład EBOR), korporacje międzynarodowe, jednostki gospodarcze i agendy publiczne realizujące swoje cele w obszarze międzynarodowym (Bernaś, 2006, s. 17–20).

Międzynarodowe organizacje i instytucje finansowe współdziałają m.in. w celu zapewnienia dynamicznego i korzystnego rozwoju stosunków finansowych, starają się przeciwdziałać kryzysom, pomagać państwom, których system finansowy uległ destabilizacji. Ich wytyczne mają charakter indykatorywny, a zalecane środki są dobrowolne, jednak niezastosowanie się do wytycznych skutkuje utratą korzyści wynikających z podporządkowania się zaleceniom.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW, International Monetary Fund)

MFW (siedziba – Waszyngton) to międzynarodowa organizacja powstała w 1944 r., której podstawowymi celami są: promocja międzynarodowej współpracy finansowej i ekspansji handlu zagranicznego, zwiększenie wzajemnego zaufania oraz promocja stabilizacji kursów, doprowadzenie do utworzenia wielostronnego systemu płatności dla transakcji bieżących między państwami, eliminowanie restrykcji dotyczących wymiany utrudniających ekspansję handlu światowego, pogłębienie zaufania do państw członkowskich poprzez oddanie do ich czasowej dyspozycji i ze stosownymi gwarancjami środków będących w zasobach MFW w celu korekty nierównowagi ich bilansu płatniczego, skrócenie czasu trwania i zmniejszenie stopnia nierównowagi bilansów płatniczych państw członkowskich (Bernaś, 2006, s. 50). Na koniec 2020 r. MFW zrzeszał 189 państw. Kapitał MFW stanowią wkłady członkowskie tworzone przez waluty państw członkowskich, SDR i złoto. SDR, czyli specjalne prawa ciągnięcia (ang. *special drawing rights*) są międzynarodową jednostką rozrachunkową utworzoną przez MFW, mają charakter pieniądza bezgotówkowego. Wartość jednostki SDR zależy od wartości określonego koszyka walut*. Przydzielane są państwom członkowskim proporcjonalnie do wniesionych wkładów.

Bank Światowy (BŚ, World Bank)

BŚ (siedziba – Waszyngton) to instytucja utworzona w 1944 r., współtworząca światowy system bankowy** składająca się z pięciu powiązanych organizacji. Są nimi: Międzynarodowy Bank Odbudowy i Rozwoju, Międzynarodowe Stowarzyszenie Rozwoju, Międzynarodowa Korporacja Finansowa, Wielostronna Agencja Gwarancji Inwestycji i Międzynarodowe Centrum Porozumień i Arbitrażu. BŚ nie jest bankiem w ścisłym tego słowa znaczeniu. Jego pierwotnym zadaniem była pomoc w odbudowie państw zniszczonych w czasie drugiej wojny światowej. Obecnie zapewnia długoterminowe pożyczki krajom członkowskim, dotacje, pomoc publiczną w celu walki z ubóstwem, finansowania ochrony zdrowia, edukacji, ochrony środowiska. Uzyskanie finansowania z BŚ

* Skład koszyka walut, na podstawie których wylicza się SDR na koniec 2020 r.: USD – 41,7%, EUR – 30,9%, CNY – 10,9%, JPY – 8,3%, GBP – 8,1%.

** Światowy system bankowy tworzą: banki tworzone przez państwa (Bank Światowy i regionalne banki), banki centralne państw i ich grup oraz banki komercyjne.

wiąże się zazwyczaj z obowiązkiem podjęcia działań politycznych, takich jak walka z korupcją, rozwój demokracji. Środki są uzyskiwane z wpłat członkowskich, spłat udzielonych pożyczek i emisji obligacji. Do BŚ mogą należeć państwa będące członkami MFW.

Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BRM, Bank for International Settlements)

BRM (siedziba – Bazylea) to najstarsza międzynarodowa instytucja finansowa, założona w 1930 r. Pierwotnym celem BRM było zarządzanie środkami wynikającymi z reparacji wojennych Niemiec po pierwszej wojnie światowej, w okresie międzywojennym był pośrednikiem między bankami. Obecnie BRM pomaga bankom centralnym i innym instytucjom w prowadzeniu polityki pieniężnej, zapewnieniu stabilności monetarnej i finansowej i w międzynarodowej współpracy. BRM ma formę spółki akcyjnej, której udziałowcami są banki centralne (siła ich głosu zależy od wielkości wkładu). Walutą odniesienia jest SDR. W strukturze BRM znajdują się komitety i organizacje, na przykład Komitet Bazylejski Nadzoru Bankowego, Komitet Globalnego Systemu Finansowego i Komitet Rynku.

Regionalne banki rozwoju

Regionalne banki rozwoju są powoływane w celu finansowania inwestycji stymulujących wymianę między państwami danego regionu. Do grupy tej można zaliczyć m.in.: Międzyamerykański Bank Rozwoju (Inter-American Development Bank) utworzony w 1959 r., będący największym źródłem finansowania dla Ameryki Łacińskiej i Karaibów (48 państw członkowskich w 2020 r.), Azjatycki Bank Rozwoju (Asian Development Bank) utworzony w 1965 r., którego celem jest zmniejszenie ubóstwa w Azji i na Pacyfiku (68 członków w 2019 r.), Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju (European Bank for Reconstruction and Development) utworzony w 1990 r., którego działalność pierwotnie koncentrowała się na krajach byłego bloku wschodniego obecnie koncentruje się na Europie (głównie Środkowej) i Azji Środkowej (członkowie w 2020 r. – 69 krajów i 2 instytucje UE) oraz Europejski Bank Inwestycyjny (European Investment Bank) utworzony w 1958 r., będący instytucją finansową Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej, wykorzystujący operacje finansowe

do realizacji polityki UE, jego akcjonariuszami są państwa członkowskie UE (27 państw w 2020 r.).

8.2. Polityka finansowa Unii Europejskiej jako organizacji ponadpaństwowej

Polityka finansowa Unii Europejskiej (UE) ma charakter ponadpaństwowy. Jest formą pośrednią między polityką finansową międzynarodową a polityką finansową państw (Bernaś, 2006). Cechą takiej polityki jest **dualizm** polegający na wydawaniu regulacji zarówno indykatywnych (charakterystycznych dla organizacji międzynarodowych), jak i dyrektywnych (cechujących politykę państw). Pierwsze mają charakter zaleceń, a drugie są obowiązkowe i mają pierwszeństwo przed prawem krajowym.

Podstawą polityki finansowej UE jest idea jednolitego rynku europejskiego polegająca na swobodzie ruchu towarowego, swobodzie świadczenia usług, swobodzie wykonywania pracy i swobodzie transferów kapitałowych. Celem polityki finansowej Unii Europejskiej jest zapewnienie możliwości rozwoju usług finansowych i rozszerzenie ich dostępności dla konsumentów oraz zapewnienie konkurencyjności usług, zwłaszcza wobec konkurentów amerykańskich, japońskich i dalekowschodnich.

Niezbędnym do funkcjonowania jednolitego rynku europejskiego jest jednolity rynek usług finansowych, który tworzą rynki finansowe wszystkich państw członkowskich UE.

Jednolity rynek finansowy UE to rynek, na którym rezydenci (czyli osoby fizyczne i prawne, których siedziba lub miejsce zameldowania na pobyt stały znajduje się w krajach członkowskich UE) mają pełną swobodę dokonywania operacji finansowych, a instytucje finansowe z krajów członkowskich UE mogą bez żadnych ograniczeń zakładać oddziały w pozostałych krajach członkowskich oraz świadczyć swe usługi rezydentom UE w sposób transgraniczny (Bilski, Janicka, i Miziołek, 2016, s. 81).

Jednolity europejski rynek finansowy bezpośrednio odnosi się do swobody świadczenia usług i swobody transferów kapitałowych. U podstaw europejskiego rynku usług finansowych leżą następujące zasady:

- wolność umożliwiająca wszystkim instytucjom finansowym tworzenie swoich siedzib i filii tam, gdzie uznają to za stosowne;
- swoboda oferowania usług i produktów finansowych na terenie całej Unii, bez przeszkód granicznych i bez wymogów lokalizacyjnych;
- swoboda ruchu kapitałów na terenie Unii* (Bernaś, 2006, s. 87).

Najogólniej rzecz biorąc, sektor usług finansowych obejmuje: usługi bankowe, ubezpieczeniowe oraz rynek kapitałowy. We wszystkich segmentach sektora usług finansowych na terenie Unii Europejskiej wprowadzono zasady ujednolicające i koordynujące. Wytyczne zostały pewne standardy, które kraje UE są obowiązane włączyć do swego prawodawstwa. Istnieją ponadto rozwiązania dotyczące tylko krajów strefy euro. Najważniejsze zasady przedstawiono w tabeli 8.1.

Tabela 8.1. Podstawowe zasady europejskiego jednolitego rynku usług finansowych

Segment sektora usług finansowych	Zasady
Usługi bankowe	• zasada jednego upoważnienia, poprzez które upoważnia się banki i inne jednostki kredytowe do oferowania swoich usług na terenie całej Wspólnoty, bezpośrednio lub za pośrednictwem filii • zobowiązanie krajowych władz kontrolnych do wzajemnego uznawania upoważnień udzielonych przez pozostałe państwa Wspólnoty
Usługi ubezpieczeniowe	• jedna licencja w miejscu siedziby firmy ubezpieczeniowej • zwiększenie swobody ubezpieczyciela w przygotowaniu nowych kontraktów • dyspozycje, umożliwiające organowi kontrolnemu państwa, z którego pochodzi ubezpieczony, otoczenie go ochroną i stosowanie wobec niego norm generalnych obowiązujących w jego kraju • pełna informacja dla ubezpieczonego dotycząca ubezpieczyciela i treści kontraktu
Rynek kapitałowy	• szereg dyrektyw dotyczących giełd i inwestycji giełdowych mających na celu stworzenie jednolitego rynku kapitałowego

Źródło: opracowanie na podstawie: (Bernaś, 2006).

Oczekiwane **korzyści z utworzenia jednolitego europejskiego rynku finansowego** to stworzenie warunków do lepszej alokacji kapitałów, dywersyfikacja (zróżnicowanie) źródeł i form pozyskiwania środków na inwestycje, wzrost

* W 1988 r. przyjęto najważniejszą dyrektywę dotyczącą liberalizacji przepływów kapitałowych w ramach EWG bez względu na rodzaj transakcji, stronę transakcji czy termin, na jaki transakcja została zawarta. Termin zakończenia liberalizacji ustanowiono na 1990 r. z okresami przejściowymi dla Hiszpanii, Grecji, Portugalii i Irlandii. W 1993 r. usankcjonowano prawnie swobody przepływów kapitałowych w ramach EWG przez Traktat o Unii Europejskiej, na którego mocy ukonstytuowała się UE.

płynności i pojemności rynków kapitałowych, wzrost stabilności finansowej na zintegrowanym obszarze finansowym oraz wzrost innowacyjności rynku finansowego (Bilski, Janicka, i Miziołek, 2016).

Po ustanowieniu na mocy traktatu rzymskiego unii celnej (Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej) w 1957 r. pierwszym istotnym rozwiązaniem instytucjonalnym na drodze europejskiej integracji monetarnej był **Europejski System Walutowy (ESW)**, który zaczął funkcjonować w marcu 1979 r. jako sieć wzajemnie powiązanych walut. Miał on ograniczyć ich wahania w ramach wyznaczonego przedziału. Rozwiązanie to okazało się tymczasowe wskutek znacznych różnic w poziomach inflacji poszczególnych państw i innych trudności w dostosowaniu w ramach mechanizmu kursowego (*exchange rate mechanism*), w tym wprowadzenia przez niektóre państwa ograniczeń obrotów kapitałowych. Milowym krokiem w procesie integracji gospodarczej Unii Europejskiej było powstanie **Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW)** (ang. Economic and Monetary Union). Proces przejścia od ESW z powiązanymi walutami do UGW został przedstawiony w postanowieniach traktatu z Maastricht, sygnowanego przez przywódców krajów europejskich w grudniu 1991 r. Unia Gospodarcza i Walutowa oznacza:

- wspólną walutę i strefę euro (zastąpienie walut narodowych jedną walutą zarządzaną przez jedyny bank centralny w imieniu krajów członkowskich);
- niezależną politykę pieniężną prowadzoną przez Europejski Bank Centralny (European Central Bank);
- koordynację kształtowania polityki gospodarczej między państwami członkowskimi;
- koordynację polityki fiskalnej, w szczególności poprzez limity zadłużenia i deficytu publicznego;
- jednolite zasady i nadzór nad instytucjami finansowymi w strefie euro.

W dniu 1 stycznia 1999 r. jedenaście krajów członkowskich Unii Europejskiej* przyjęło wspólną walutę (emitowaną przez Europejski System Banków Centralnych (ESBC)), zapoczątkowując istnienie UGW. Do jedenastu krajów dołączyły później kolejne kraje**. W ten sposób wszystkie państwa członkowskie UE (27) uczestniczyły*** w unii gospodarczej, jednak tylko 19 krajów pogłębiło integrację i przyjęło euro. Kraje te razem tworzą strefę euro.

* Były to: Austria, Belgia, Finlandia, Francja, Niemcy, Irlandia, Włochy, Luksemburg, Holandia, Portugalia i Hiszpania.

** Grecja w 2001 r., Słowenia w 2007 r., Cypr i Malta w 2008 r., Słowacja w 2009 r., Estonia w 2011 r., Łotwa w 2014 r. i Litwa w 2015 r.

*** W 2020 r. Wielka Brytania oficjalnie wystąpiła z UE.

Aby wejść do strefy euro, państwa musiały spełnić kryteria konwergencji. Kryteria te określają gospodarcze i prawne warunki wstępne dla pomyślnego uczestnictwa państw w UGW. Przyjęcie wspólnego pieniądza nakłada na poszczególne państwa systemu euro wiele różnych obowiązków, zwłaszcza tych dotyczących stabilizacji ekonomicznej, czyli przede wszystkim równowagi dochodów i wydatków budżetowych oraz utrzymania na ustalonym poziomie zadłużenia publicznego*.

Europejski Bank Centralny (EBC) z siedzibą we Frankfurcie tworzy wraz z bankami centralnymi 19 państw strefy euro tzw. **Eurosystem**, odpowiedzialny za politykę pieniężną UGW. Eurosystem jest odpowiedzialny za definiowanie i wdrażanie polityki pieniężnej, prowadzenie operacji dewizowych, utrzymywanie rezerw walutowych strefy euro i zarządzanie nimi oraz promowanie sprawnego działania systemów płatności. Ma on do dyspozycji zestaw instrumentów polityki pieniężnej (w tym operacje otwartego rynku, operacje banku centralnego na koniec dnia oraz wymóg od instytucji kredytowych utrzymania rezerw obowiązkowych na rachunkach w Eurosystemie). Wraz z bankami centralnymi wszystkich 27 państw członkowskich UE, niezależnie od tego, czy państwa te wprowadziły euro, EBC tworzy **Europejski System Banków Centralnych (ESBC)****, w ramach którego kraje UE spoza strefy euro koordynują swoją politykę pieniężną z EBC. Głównym celem wspólnej polityki pieniężnej jest utrzymanie stabilności cen, ochrona stabilności finansowej i promowanie europejskiej integracji finansowej***.

Pod koniec 2009 r. strefa euro wkroczyła w kryzys finansowy. Kryzys ujawnił niedoskonałości UGW. Głównym problemem był fakt, że strefa euro nie spełnia warunków tzw. **optymalnego obszaru walutowego**, co wynika z niewystarczającej konwergencji między członkami tego ugrupowania (Krugman, Obstfeld i Melitz, 2018, s. 495, 497–498). Ponadto wejście do strefy euro oznacza pozbawienie się przez państwa członkowskie wpływu na gospodarkę poprzez zmiany kursu walutowego i stóp procentowych, co zwiększa niestabilność i podatność na kryzys. W czasie kryzysu sytuacja takich krajów, jak Grecja, Włochy czy Hiszpania była szczególnie trudna. Bez uzyskania pomocy ze strony

* Generalnie deficyt sektora publicznego kraju nie może przekraczać 3% PKB, a dług publiczny nie powinien przekraczać poziomu 60% jego PKB.

** Eurosystem będzie istnieć obok ESBC, dopóki wszystkie państwa członkowskie UE nie przystąpią do strefy euro. Podobnie jak członkowie Eurosystemu, banki centralne spoza strefy euro dążą do utrzymania stabilności cen na rynku krajowym i różnych form współpracy z Eurosystemem.

*** Dążąc do stabilności cen, EBC dba o utrzymanie stóp inflacji poniżej, ale blisko 2% w perspektywie średnioterminowej.

międzynarodowych instytucji finansowych i samej Unii Europejskiej, za pośrednictwem Europejskiego Banku Centralnego, państwa te nie byłyby w stanie spłacać swoich bieżących zobowiązań.

8.3. Pieniądz międzynarodowy i systemy pieniężne

Jednym z najważniejszych problemów współczesnych finansów światowych jest pieniądz międzynarodowy. Od tego, jak pełni swoje funkcje, zależy sprawność międzynarodowego systemu pieniężnego (Bilski, 2015). Waluty większości krajów świata pełnią funkcje pieniądza tylko na terytorium tych krajów. Waluty tylko niektórych krajów są wykorzystywane także poza ich granicami. Znajdują zastosowanie w handlu i finansach międzynarodowych, gdzie są używane przez różne podmioty: przedsiębiorstwa, banki, osoby indywidualne, instytucje finansowe i inne (ta sfera zastosowania walut umownie jest określana jako prywatna), a także przez banki centralne i inne oficjalne instytucje (sfera oficjalna). Funkcje pełnione przez waluty w obrocie międzynarodowym można scharakteryzować, odwołując się do tradycyjnych funkcji pieniądza jako: miernika wartości, środka płatniczego i środka akumulacji (Oręziak, 2008). Obecnie w znacznym stopniu funkcję pieniądza międzynarodowego pełnią tzw. waluty swobodnie używane, do najczęściej używanych na koniec 2020 r. zaliczono (według wartości obrotów): dolara amerykańskiego (USD), euro (EUR), jena japońskiego (JPY), funta szterlinga (GBP), dolara australijskiego (AUD), dolara kanadyjskiego (CAD), franka szwajcarskiego (CHF), juana chińskiego (CNY), koronę szwedzką (SEK) i dolara nowozelandzkiego (NZD)*.

Międzynarodowy system pieniężny (zwany również walutowym) jest zbiorem konwencji, zasad, procedur i instytucji, które regulują relacje finansowe między państwami i są wykorzystywane do rozliczeń międzynarodowych (Pilbeam, 2013). Ma on na celu zagwarantowanie wymienialności aktywów denominowanych w różnych walutach, tak aby płatności mogły być dokonywane niezależnie od kraju zamieszkania, co ułatwia wolny i otwarty system handlowy. Do głównych zadań systemu należą: regulacja płatności międzynarodowych i rynków walutowych, pośrednictwo w płatnościach za eksport i import towarów, usług,

* What are the most trades currencies in the world? Źródło: <https://remitr.com/blog/top-10-most-traded-currencies-2020/> [dostęp 14.01.2021].

kapitałów i innych rodzajów międzynarodowej działalności gospodarczej, tworzenie korzystnych warunków dla rozwoju produkcji światowej, międzynarodowa specjalizacja i współpraca produkcyjna. Międzynarodowe instytucje finansowe, takie jak MFW, mają za zadanie wspierać międzynarodowe porozumienia walutowe poprzez egzekwowanie zasad postępowania, pomoc krajom znajdującym się w trudnej sytuacji oraz zachęcanie do stosowania dobrych praktyk.

Ewolucja systemu jest zdeterminowana rozwojem i potrzebami gospodarki krajowej i światowej, zmianami w gospodarce światowej oraz okresowymi światowymi kryzysami walutowymi. Rozwój światowego systemu walutowego przeszedł szereg etapów. Główna różnica pomiędzy światowymi systemami monetarnymi zależała od aktywów, które były uważane za rezerwę. W tabeli 8.2 scharakteryzowano najważniejsze okresy w ewolucji międzynarodowego systemu pieniężnego.

Tabela 8.2. Ewolucja systemów pieniężnych

System	Opis
System waluty złotej (<i>gold standard</i>) 1870–1914	Do 1914 r. złoto pełniło funkcję podstawy systemu integrującego narodowe rynki pieniężne. Relacje między walutami krajowymi a złotem były stałe (tzw. parytet złota). Władze pieniężne w poszczególnych krajach dobrowolnie akceptowały reguły systemu. W systemie waluty złotej działał rynkowy mechanizm wyrównania bilansu płatniczego w postaci transferu złota. Kraje z dodatnim bilansem (przewagą eksportu) posiadały nadwyżki złota, które doprowadzały do wzrostu cen krajowych (gdyż ilość pieniądza w obiegu zależała od ilości zgromadzonego złota), co spowodowało zwiększenie importu i w efekcie odpływ złota. Pierwsza wojna światowa i związane z nią zmiany w polityce gospodarczej głównych państw Zachodu rozregulowały system waluty złotej. Przestały działać mechanizmy rynkowe, które utrzymywały gospodarki w stanie równowagi zewnętrznej i stabilizowały kursy walutowe
System dewizowo-złotowy (<i>gold exchange standard</i>) 1918–1944	Procesy po pierwszej wojnie światowej doprowadziły do dezintegracji politycznej, gospodarczej i walutowej. Deficyt złota monetarnego w większości państw europejskich wykluczał możliwość powiązania emisji pieniądza krajowego z rezerwami złota. Rozwiązaniem problemu było zaakceptowanie najważniejszych walut świata jako składników rezerw. Tak powstał system dewizowo-złoty. Wymienialność złota została wznowiona tylko w ograniczonym zakresie. Nie obowiązywały wspólne reguły w dziedzinie kursów walutowych; kurs walutowy stał się aktywnym instrumentem polityki gospodarczej. Powojenny system stracił swoje samoregulacyjne zdolności. Ostatecznie wielki kryzys gospodarczy spowodował odejście większości państw od systemu waluty złotej. Nastąpił okres wahań kursów walutowych, konkurencyjnej dewaluacji i coraz częstszego stosowania ograniczeń w handlu w celu wspierania krajowego zatrudnienia
System dolarowo-złoty (<i>system Bretton Woods</i>) 1944–1971	Na konferencji Narodów Zjednoczonych w lipcu 1944 r. w Bretton Woods ^a ustalono w drodze międzynarodowego porozumienia reguły nowego międzynarodowego systemu walutowego i utworzono MFW, który miał nadzorować funkcjonowanie systemu. Podstawowe zasady systemu to: bezpośrednia wymienialność na złoto tylko jednej waluty – dolara amerykańskiego (USD); ustalenie parytetu waluty każdego

System	Opis
	kraju członkowskiego w złocie lub dolarach amerykańskich; zasada stałości kursów walutowych względem dolara amerykańskiego i niezmienniej ceny złota wyrażonej w USD; możliwość zaciągania przez kraje członkowskie w MFW kredytów w razie wystąpienia przejściowego deficytu bilansu płatniczego. Wskutek szybszego wzrostu podaży dolara na świecie od wzrostu podaży złota i nasilających się kryzysów bilansu płatniczego w wielu krajach system zaczął się załamywać. W 1971 r. nastąpiło zawieszenie wymienialności USD na złoto i w konsekwencji upadek systemu stałych kursów. Ostatecznie system Bretton Woods załamał się w 1973 r. po dewaluacji dolara i wprowadzeniu kursu płynnego
System wielowalutowy od 1971	Jest to system obecnie obowiązujący, oparty na płynności walut (zazwyczaj kraje wysoko rozwinięte) przy równoczesnym stosowaniu kursów stałych i pośrednich. Formalnie nowy system został zatwierdzony na dorocznej konferencji MFW, która odbyła się w Kingston na Jamajce w 1976 r. Charakterystyczną cechą systemu jest występowanie wielu walut, które odgrywają rolę pieniądza międzynarodowego – obok dolara i euro są to waluty krajów, w których znajdują się międzynarodowe centra finansowe (Wielka Brytania, Szwajcaria, Japonia). Kurs walutowy jest determinowany wieloma czynnikami, takimi jak: sytuacja ekonomiczna kraju, saldo bilansu płatniczego, pozycja kraju na tle innych państw. Skutkiem upłynnienia kursów walutowych był wzrost zmienności na rynkach i dynamiczny rozwój rynku walutowych instrumentów pochodnych służących zabezpieczeniu pozycji walutowych (na przykład opcje, swapy walutowe, kontrakty forward). Ważną rolę w kwestii stabilizacji i kontroli kursów walutowych odgrywa MFW. Jego głównym zadaniem jest pilnowanie ekonomicznej stabilizacji krajów oraz udzielanie im pomocy (kredytów) w zamian za obietnicę dokonania reform zmierzających do niedopuszczenia do podobnej sytuacji w przyszłości

^a W konferencji uczestniczyły 44 państwa, w tym Polska, która ze względów politycznych przestała być członkiem MFW w 1949 r.

Źródło: opracowanie na podstawie: (Bilski, Janicka i Miziołek, 2016, s. 12–27; Kosztowniak, Misztal, Pszczółka i Szełągowska, 2009, s. 135–136).

8.4. Kursy walutowe i systemy kursowe

Kurs walutowy to cena waluty jednego kraju wyrażona w walucie kraju drugiego. Waluty są oznaczane trzyliterowym kodem ISO. Zapis kursu walutowego przyjmuje postać kwotowań dwustronnych lub kursu średniego obliczanego przez banki centralne na podstawie aktualnych kwotowań jako średnia ważona kursów kupna (*bid*) i sprzedaży (*ask*):

$$\frac{\text{waluta bazowa}}{\text{waluta kwotowana}} = \frac{\text{kurs kupna}(\text{bid})}{\text{kurs sprzedaży}(\text{ask})} \quad (1)$$

Kwotowania podawane są zazwyczaj z dokładnością do czterech miejsc po przecinku. W przypadku walut charakteryzujących się dużymi różnicami w sile nabywczej pieniądza, w kwotowaniach podaje się wielokrotności waluty słabszej. Kurs kupna waluty bazowej jest jednocześnie odwrotnością kursu sprzedaży waluty kwotowanej. Kurs sprzedaży waluty bazowej jest jednocześnie odwrotnością kursu kupna waluty kwotowanej.

Przykład 8.1. Czytanie kwotowań banków

- Kwotowania banku: EUR/USD = 1,1979/1,2012 oznaczają, że bank kupi 1 euro za 1,1979 dolara amerykańskiego, sprzeda 1 euro za 1,2012 USD.
- Kwotowania banku: 10 000 IDR/PLN = 2,6264/2,9756 oznaczają, że bank kupi 10 000 jednostek rupii indyjskiej za 2,6264 złotego (czyli 1 IDR za 0,00026264 PLN), bank sprzeda rupie po kursie 2,9756 PLN za 10000 IDR (czyli 1 IDR kosztuje 0,00029756 PLN).
- Kwotowania banku: EUR/USD = 1,1979/1,2012 oznaczają, że bank sprzeda 1 USD po kursie 1:1,1979 = 0,8348 EUR i kupi 1 USD po kursie 1:1,2012 = 0,8325 EUR (uzyskaliśmy kwotowania USD/EUR = 0,8325/0,8348).

Różnica między kursem kupna i sprzedaży jest nazywana spreadem, największe spready występują w kantorach walutowanych, najmniejsze na rynkach najbardziej płynnych (na przykład Forex*).

W zależności od miejsca waluty krajowej w zapisie notowania, tzn. czy jest ona walutą bazową, czy kwotowaną, wyróżniamy kwotowania bezpośrednie i pośrednie. W notowaniach bezpośrednich jest wyrażona cena 1 jednostki waluty obcej w walucie krajowej, w pośrednich – ekwiwalent waluty obcej przypadający na 1 jednostkę waluty krajowej (przykład 8.2).

Przykład 8.2. Kwotowanie bezpośrednie i pośrednie

W Polsce kwotowania bezpośrednie to na przykład EUR/PLN = 4,5855 oznaczające, że 1 EUR kosztuje 4,5855 PLN. Z kolei kwotowanie pośrednie to na przykład PLN/EUR = 1:4,5855 = 0,2181 oznaczające, że 1 PLN kosztuje 0,2181 EUR (22 centy). W przypadku kwotowań dwustronnych na przykład EUR/PLN = 4,5801/4,5904 kurs kupna 1 EUR wynosi 4,5801 PLN, a kurs sprzedaży 1 EUR = 4,5904 (notowania bezpośrednie), z kolei w kwotowaniach pośrednich kurs kupna 1 PLN = 1:4,5904 = 0,2178 EUR, kurs sprzedaży 1 PLN = 1:4,5801 = 0,2183 EUR.

* Na rynku walutowym Forex minimalna wielkość transakcji to 1 lot = 100 000 jednostek waluty. Różnice między kursem kupna i kursem sprzedaży występują czasami dopiero na poziomie pipsa (1 pips = 0,0001). Najbardziej płynne pary walutowe to: EUR/USD, USD/JPY, GBP/USD, AUD/USD, USD/CHF, USD/CAD.

Na międzynarodowym rynku walutowych istnieje ogromna liczba możliwych kombinacji par walutowych – większość krajów posiada własne waluty, których cena zmienia się na bieżąco w relacji do pozostałych. W praktyce inwestorzy mają na bieżąco dostęp do kwotowań najważniejszych par walutowych, kwotowania pozostałych są wyrażane w odniesieniu do najważniejszych walut (zazwyczaj do USD lub EUR). Z tego powodu kursy walutowe oblicza się na podstawie tzw. kursów krzyżowych (*cross-rates*)*.

Przykład 8.3. Istota kursów krzyżowych

Jeżeli chcemy obliczyć kurs polskiej waluty (PLN) wyrażonej w rumuńskiej (RON), wystarczy odnaleźć kursy tych walut w odniesieniu do dolara amerykańskiego lub euro. Czyli w celu kalkulacji PLN/RON możemy wykorzystać trzy kursy: USD/PLN i USD/RON lub EUR/PLN i EUR/RON.

Warunkiem ustalenia kursu krzyżowego jest odnalezienie kwotowań z walutą wspólną dla poszukiwanej przez nas pary walutowej. W zależności od miejsca, w jakim ta wspólna waluta pojawi się w kwotowaniach, możemy mówić o kursach krzyżowych walut posiadających: wspólną walutę bazową, wspólną walutę kwotowaną oraz wspólną walutę, która jest w jednym kwotowaniu bazowa, a w drugim kwotowaniu kwotowana. Metody ich ustalania przedstawiono poniżej, a następnie zilustrowano przykładem 8.4.

Ustalanie kursu krzyżowego przy wspólnej walucie bazowej:

Założmy, że wspólną walutą bazową jest *waluta₁*; jeżeli znamy kursy:

$$\begin{aligned} \textcircled{\text{waluta}_1} / \text{waluta}_2 &= \text{bid}_1 / \text{ask}_1, \\ \textcircled{\text{waluta}_1} / \text{waluta}_2 &= \text{bid}_2 / \text{ask}_2, \end{aligned}$$


możemy obliczyć relacje:

$$\begin{aligned} \text{waluta}_3 / \text{waluta}_2 &= \frac{\text{bid}_1}{\text{ask}_2} / \frac{\text{ask}_1}{\text{bid}_2}, \\ \text{waluta}_2 / \text{waluta}_3 &= \frac{\text{bid}_2}{\text{ask}_1} / \frac{\text{ask}_2}{\text{bid}_1}. \end{aligned}$$

* Nazwa pochodzi od sposobu kalkulacji kursów – obliczamy, dzieląc na krzyż.

Ustalanie kursu krzyżowego przy wspólnej walucie kwotowanej:

Założmy, że wspólną walutą kwotowaną jest *waluta₂*. Jeżeli znamy kursy:

$$waluta_1 / \textcircled{waluta_2} = bid_1 / ask_1,$$

$$waluta_3 / \textcircled{waluta_2} = bid_2 / ask_2,$$

możemy obliczyć relacje:

$$waluta_1 / waluta_3 = \frac{bid_1}{ask_2} / \frac{ask_1}{bid_2},$$

$$waluta_3 / waluta_1 = \frac{bid_2}{ask_1} / \frac{ask_2}{bid_1}.$$

Ustalanie kursu krzyżowego przy wspólnej walucie bazowej i kwotowanej:

Założmy, że *waluta₁* jest raz walutą bazową i raz kwotowaną. Jeżeli znamy kursy:

$$\textcircled{waluta_1} / waluta_2 = bid_1 / ask_1,$$

$$waluta_3 / \textcircled{waluta_1} = bid_2 / ask_2,$$

możemy obliczyć relacje:

$$waluta_3 / waluta_2 = bid_1 \times bid_2 / ask_1 \times ask_2,$$

$$waluta_2 / waluta_3 = \frac{1}{ask_1 \times ask_2} / \frac{1}{bid_1 \times bid_2}.$$

Przykład 8.4. Obliczanie kursów krzyżowych

Na podstawie kwotowań: EUR/CZK = 25,8204/26,3122; EUR/PLN = 4,4900/4,6135; RUB/USD = 0,0142/0,0193; PLN/USD = 0,2711/0,2902; NOK/CAD = 0,1507/0,1707; CAD/PLN = 2,9404/3,2251 oblicz kursy wzajemne następujących par walutowych: CZK-PLN, RUB-PLN, NOK-PLN.

Rozwiązanie

- Z kwotowań EUR/CZK = 25,8204/26,3122; EUR/PLN = 4,4900/4,6135 można obliczyć relacje CZK-PLN. Otrzymujemy: PLN/CZK = (25,8204:4,6135)/(26,3122:4,49) = 5,5967/5,8602 oraz CZK/PLN = (4,49:26,3122)/(4,6135: 25,8204) = 0,1706/0,1787.
- Z kwotowań RUB/USD = 0,0142/0,0193; PLN/USD = 0,2711/0,2902 można obliczyć relacje PLN-RUB. Otrzymujemy: PLN/RUB = (0,2711: 0,0193)/(0,2902: 0,0142) = 14,0466/20,4366 oraz RUB/PLN = (0,0142:0,2902)/(0,0193:0,2711) = 0,0489/0,0712.
- Z kwotowań NOK/CAD = 0,1507/0,1707; CAD/PLN = 2,9404/3,2251 można obliczyć relacje NOK-PLN. Otrzymujemy: NOK/PLN = 0,1507 · 2,9404/1,1707 · 3,2251 = 0,4431/0,5505 oraz PLN/NOK = (1:0,5505)/(1:0,4431) = 1,8165/2,2568.

Kształtowanie się kursu par walut jest wynikiem skomplikowanego mechanizmu, który odzwierciedla poziom rezerw walutowych państw oraz całokształt ich relacji gospodarczych i pozycji inwestycyjnych, a także średnie tempo wzro-

stu cen (inflacji) czy wysokość stóp procentowych. Jednocześnie mechanizm ten zależy od przyjętego przez poszczególne kraje reżimu (systemu) walutowego. Zasadniczo istnieją trzy grupy rozwiązań w zakresie stosowanych reżimów walutowych: systemy kursów płynnych, systemy kursów stałych i systemy pośrednie (mieszane), przy czym w danej grupie mogą wystąpić różne odmiany. Zgodnie z regułą trójkąta niespójności (Mundell, 1963, s. 475–485) dany kraj może jednocześnie zrealizować tylko dwa z trzech celów: (1) stabilny kurs walutowy; (2) niezależna polityka monetarna; (3) swoboda przepływów kapitału międzynarodowego. Dlatego wybór reżimu (czyli stopnia stabilności kursu walutowego) skutkuje adekwatnym zakresem narzędzi polityki monetarnej, co nie pozostaje bez wpływu na politykę fiskalną, rynek pracy i konkurencyjność inwestycyjną danego kraju.

W systemach kursu płynnego (*floating*) cena waluty jest kształtowana przez rynek (popyt/podaż) i podlega ciągłym wahaniom. Reżim ten stosowany jest zazwyczaj w gospodarkach rozwiniętych, wiąże się ze znaczną swobodą w polityce monetarnej, gdyż nie wymusza prowadzenia działań ukierunkowanych na obronę kursu walutowego i utrzymywania znacznych rezerw walutowych. Daje podmiotom gospodarczym szansę na aktywną politykę monetarną i fiskalną w okresie spowolnienia aktywności gospodarczej. Wymusza aktywne zarządzanie ryzykiem walutowym, sprzyja rozwojowi rynku instrumentów pochodnych.

Kursy stałe (*fixed regime*) są zazwyczaj ustalone przez władze monetarne i nie zmieniają się w krótkich okresach. Systemy kursu stałego ograniczają ryzyko walutowe, wpływając na obniżenie kosztów transakcyjnych. Niestety, wiążą się z ograniczeniami polityki monetarnej i fiskalnej, gdyż wymagają prowadzenia aktywnej polityki kursowej (kontrolowanie podaży pieniądza krajowego, poziomu stóp procentowych i rezerw walutowych). W okresach dobrej koniunktury gospodarczej mogą stanowić źródło przewagi danego kraju, a podczas kryzysu – stanowić źródło zagrożeń z powodu ograniczonego zestawu instrumentów polityki gospodarczej rządu. Współcześnie do tego typu systemów zalicza się system izby walutowej, dolaryzację i unię walutową* (Tymoczko, 2013)**.

Systemy pośrednie (mieszane) stanowią pewnego rodzaju hybrydę systemów omówionych powyżej. Istnieje wiele odmian tego reżimu, a stopień trwałości kursu jest pochodną przyjętego pasma wahań. Zakres swobody w kształtowaniu

* Kurs stały dotyczy tylko krajów członkowskich unii walutowej, wspólna waluta może jednak być kwotowana zarówno w systemie stałym, jak i płynnym oraz w formach pośrednich reżimu walutowego.

** Europejska Unia Walutowa posługuje się euro, którego kurs jest płynny w stosunku do innych walut.

się kursu wyznacza zakres swobody w prowadzeniu polityki monetarnej i w zarządzaniu ryzykiem walutowym. Systemy pośrednie są zazwyczaj stosowane w krajach przechodzących transformację gospodarczą. Niestety, konstrukcja takich reżimów zachęca spekulantów do przeprowadzania ataków mających na celu utratę możliwości utrzymania założonego poziomu kursu, czego efektem są kryzysy (na przykład efekt tequila, kryzys azjatycki) destabilizujące gospodarkę danego kraju i świata.

W każdym systemie kursów walutowych jest możliwa zmiana wartości waluty. Umocnienie (wzrost wartości) jednej waluty w stosunku do drugiej, które wystąpiło w wyniku działania sił rynkowych (w systemie kursów płynnych), jest nazywane **aprecjacją**. Z kolei umocnienie jednej waluty w stosunku do innej, które wystąpiło jako skutek decyzji administracyjnych władz walutowych kraju (w systemie kursów stałych), nazywa się **rewaluacją**. Osłabienie jednej waluty w stosunku do drugiej nazywamy, w zależności od przyczyny, odpowiednio: **deprecjacją** (zjawisko rynkowe w systemie kursów płynnych) lub **dewaluacją** (zjawisko związane z decyzją administracyjną, występujące w systemie kursów stałych).

Przykład 8.5. Aprecjacja i deprecjacja waluty

Zmiana kursu walutowego w ciągu miesiąca z poziomu EUR/PLN 4,3565 do EUR/PLN 4,5561 oznacza aprecjację EUR w stosunku do złotego, gdyż należy zapłacić więcej jednostek PLN za 1 EUR, oraz deprecjację PLN w stosunku do euro (złotówka była pierwotnie warta $1:4,3565 = 0,2295$ EUR, a po miesiącu $1 \text{ PLN} = 1:4,5561 = 0,2195$ EUR).

8.5. Parytet siły nabywczej pieniądza

Przyszły poziom kursu walutowego można szacować na podstawie relacji parytetowych*, które wyjaśniają zależności pomiędzy zmianami kursów walutowych a wybranymi zmiennymi makroekonomicznymi. Relacje parytetowe są oparte na zachowaniu prawa jednej ceny, zgodnie z którym takie same dobra lub aktywa finansowe będące przedmiotem obrotu na różnych rynkach powinny mieć taką samą cenę, jeśli wyrazimy je w jednej walucie** (Sobański, 2018, s. 73).

* W krótkim okresie można także się opierać na analizie technicznej.

** Warunkami realizacji tej zasady są m.in. swoboda przepływu kapitału, dóbr i usług, rynek efektywny i sprawnie działający arbitrażyści.

Zgodnie z parytetem siły nabywczej (*purchasing power parity*, PPP) zmiany kursu walutowego są pochodną zmian cen w kraju waluty bazowej i kwotowanej (Dornbush, 1985). Inflacja/deflacja zmniejsza/zwiększa siłę nabywczą pieniądza, która powinna być rekompensowana przez odpowiednie korekty kursowe. Zależność można wyrazić formułą:

$$\frac{S_t}{S_0} = \frac{1 + p_h}{1 + p_f},$$

$$\% \Delta S = \% \Delta p_h - \% \Delta p_f,$$

gdzie:

S_0, S_t – kurs spot (bieżący) w okresie $t = 0$ (początkowym) i $t = t$ (końcowym),
 p_h, p_f – stopa inflacji w kraju waluty kwotowanej (h) i bazowej (f) w okresie od $t = 0$ do $t = t$,

$\% \Delta$ – procentowa zmiana*.

Przykład 8.6. Oszacowanie kursu TRY/PLN na podstawie PPP

Oszacuj poziom kursu TRY/PLN (lira turecka/polski złoty) za rok, wiedząc, że obecne kwotowania wynoszą TRY/PLN = 0,4999, w Turcji oczekuje się rocznej inflacji na poziomie 14,5%, a w Polsce na poziomie 3,1%.

Rozwiązanie

$S_t = ?$; $S_0(\text{TRY/PLN}) = 0,4999$; $p_h = 3,1\% = 0,031$; $p_f = 14,5\% = 0,145$.

$$\frac{S_t}{S_0} = \frac{1 + p_h}{1 + p_f} \rightarrow S_t = S_0 \cdot \frac{1 + p_h}{1 + p_f} = 0,4999 \cdot \frac{1 + 0,031}{1 + 0,145} = 0,4501.$$

Oczekiwany kurs TRY/PLN powinien wynieść 0,4501. Zgodnie z teorią PPP wyższy poziom inflacji w Turcji skutkować powinien osłabieniem się waluty tego kraju w relacji do waluty z kraju o niższym poziomie inflacji tj. Polski (1 TRY kosztuje 0,4999 PLN a za rok powinna kosztować 0,4501 PLN, czyli złotówka umocni się do liry).

Przykład 8.7. Szacowanie względnej zmiany kursu na podstawie PPP

Jeżeli inflacja w Turcji wyniesie 14,5% rocznie, a inflacja w USA 0,5% rocznie, zgodnie z PPP w wersji względnej lira turecka powinna się osłabić względem dolara o 14%. Deprecjacja TRY wobec USD zrównoważy wzrost cen w Turcji w relacji do USA.

$$\% \Delta \text{USD/TRY} = \% \Delta p_h - \% \Delta p_f, \text{ stąd } \% \Delta S = 14,5\% - 0,5\% = +14\%.$$

Wzrost kursu USD/TRY o 14% oznacza deprecjację TRY względem USD o 14%.

* Zapis kwotowań: bazowa/kwotowana = X, czyli X jednostek waluty kwotowanej za 1 jednostkę waluty bazowej, na przykład EUR/PLN = 4,55, czyli 4,55 PLN za 1 EUR.

Zgodnie z teorią PPP zmiany poziomu cen powinny prowadzić do rekompensujących zmian kursów walutowych. W praktyce reguła ta jest rzadko spełniona w okresach krótkich. Wynika to z restrykcji w przepływach kapitałowych, asymetrii informacji, kosztów transportu, różnic w preferencjach itp.

Effekt Fishera tłumaczy kształtowanie się poziomu nominalnej stopy procentowej (i_n), zgodnie z formułą: $i_n = i_r + p_i$, gdzie i_r – realna stopa procentowa, p_i – stopa inflacji. Fisher założył, że realna stopa jest względnie stała, nie zależy od zasobu środków pieniężnych, a stopa nominalna zmienia się adekwatnie do zmian inflacji. Łącząc te wnioski z teorią PPP, otrzymuje się zależność $i_h - i_f = p_h - p_f$, gdzie i_f , i_h wyznaczają poziomy nominalnych stóp procentowych w kraju waluty bazowej (f) i kwotowanej (h). Reguła ta, zwana międzynarodowym efektem Fishera (*international Fisher effect*, IFE), umożliwia szacowanie zmian kursów walutowych na podstawie zmian stóp procentowych (Fisher, 1930), zgodnie z formułą:

$$\frac{S_t}{S_0} = \frac{1 + i_h}{1 + i_f}$$

Przykład 8.8. Szacowanie zmian kursów walutowych na podstawie stóp procentowych

Jeżeli roczne stopy procentowe w Wenezueli wynoszą obecnie 38,5%, w Meksyku 4,25%, a aktualny kurs MXN/VES (peso meksykańskie/boliwar wenezuelski) = 51 986,7092, to można oczekiwać, że przyszły kurs MXN/VES wyniesie (za rok):

$$\frac{S_t}{S_0} = \frac{1 + i_h}{1 + i_f} \rightarrow S_t = S_0 \cdot \frac{1 + i_h}{1 + i_f} = 51\,986,7092 \cdot \frac{1 + 0,385}{1 + 0,0425} = 69\,066,2755$$

Wyższy poziom stóp procentowych w Wenezueli w relacji do Meksyku powinien się przełożyć na osłabienie bolíwara, czego skutkiem są prognozy dotyczące kursu MXN/VES: obecnie 1 MXN kosztuje 51 986,7092 VES, za rok 1 peso powinno kosztować 69 066,2755 VES.

Zgodnie z tą regułą wzrost/spadek stóp procentowych powinien się przełożyć na deprecjację/aprecjację danej waluty. Jeżeli byłby utrzymany, IFE w skali międzynarodowej korzyści z wyższego oprocentowania w danym kraju byłyby niwelowane przez odpowiednie dostosowania kursowe (straty), a stopy zwrotu z inwestycji na rynku pieniężnym w walucie krajowej i w walucie zagranicznej powinny być równe. W praktyce reguła ta jest łamana przez nieoczekiwane decyzje władz monetarnych danego kraju lub wzrost ryzyka kraju (grupy krajów), co daje inwestorom możliwość przeprowadzania transakcji *carry trade* (niepokrytego arbitrażu stóp procentowych).

Na rynku terminowym do prognoz kursów walutowych jest wykorzystywany parytet stopy procentowej. Prezentuje on wpływ stóp procentowych na poziom kursu na rynku terminowym, reguła wynika z połączenia PPP z IFE. Zgodnie z efektem predykcji aktualny kurs *forward* (F_0) jest najlepszą prognozą przyszłego kursu spot, zatem:

$$\frac{F_0}{S_0} = \frac{1+i_h}{1+i_f}.$$

Oczekiwana zmiana kursu spot jest równa premii/dyskontu na rynku terminowym.

Przykład 8.9. Kalkulacja kursu terminowego

Dokonajmy kalkulacji półrocznego kursu terminowego CHF/PLN w związku z występowaniem różnic w stopach procentowych LIBOR i WIBOR, wiedząc, że kurs spot (S_0) CHF/PLN = 4,1902, LIBOR 1Y = -0,6188%; WIBOR 1Y = 0,25%. Musimy pamiętać, że stopy procentowe zostały podane w odniesieniu do okresu rocznego (1Y), więc trzeba je przeskalać na potrzeby obliczeń kursu półrocznego). Obliczenia będą przebiegać następująco:

$$\frac{F_0}{S_0} = \frac{1+i_h}{1+i_f} \rightarrow F_0 = S_0 \cdot \frac{1+i_h}{1+i_f} = 4,1902 \cdot \frac{1 + \frac{0,0025}{2}}{1 + \frac{-0,006188}{2}} = 4,2085.$$

Półroczny kurs terminowy CHF/PLN powinien być kwotowany z premią (powyżej kursu spot) – CHF na rynku forward będzie się umacniał względem PLN.

Przykład 8.10. Notowania z premią

Na podstawie poziomów stóp procentowych można określić, które waluty powinny być notowane w stosunku do złotego z premią, a które z dyskontem. Załóżmy, że stopy procentowe kształtują się następująco: **WIBOR 1Y PLN = 0,25%**, LIBOR 1Y CHF = -0,6188%; LIBOR 1Y USD = 0,3333%; LIBOR 1Y EUR = -0,4839%.

Waluty, których roczne kursy terminowe powinny być notowane z premią w stosunku do złotego, to waluty o niższych stopach procentowych niż WIBOR 1Y PLN, czyli CHF, EUR. Waluty, których roczne kursy terminowe powinny być notowane z dyskontem do złotego, to waluty o wyższych stopach procentowych niż WIBOR 1Y, czyli USD.

8.6. Bilans płatniczy

Bilans płatniczy stanowi syntetyczne zestawienie wszystkich transakcji pomiędzy rezydentami a nierezydentami danego kraju. Zasady konstrukcji bilansu płatniczego oraz poszczególnych rachunków są sporządzane przez banki centralne zgodnie z wytycznymi ustalonymi przez MFW*.

Bilans płatniczy składa się z: rachunku obrotów bieżących (*current account*, CA), rachunku kapitałowego (*capital account*, CPA), rachunku finansowego (*financial account*, FA) oraz salda błędów i opuszczeń (*net errors and omissions*, OM) (tabela 8.3).

Tabela 8.3. Bilans płatniczy zgodny z BPM6 i jego główne rachunki

Obroty bieżące (CA)	• rachunek dóbr/bilans handlowy (<i>trade balance</i>, TB) • rachunek usług (<i>services balance</i>, SB) • rachunek dochodów pierwotnych (<i>primary income</i>, PI) • rachunek dochodów wtórnych (<i>secondary income</i>, SI)
Obroty kapitałowe (CPA)	
Rachunek finansowy (FA)	• inwestycje bezpośrednie (<i>direct investment</i>, FDI) • inwestycje portfelowe (<i>portfolio investment</i>, FPI) • pochodne instrumenty finansowe (<i>financial derivatives</i>, DER) • pozostałe inwestycje (<i>other investment</i>, FOI) • oficjalne aktywa rezerwowe (<i>official reserve assets</i>, RES)
Saldo błędów i opuszczeń (OM)	

Źródło: opracowanie własne na podstawie: (IMF, 2009, s. 301–308).

Rachunek CA obejmuje wartość: (1) eksportu i importu **dóbr**, na przykład węgla, samochodów, owiec; (2) eksportu i importu **usług**, na przykład usług turystycznych, transportowych, finansowych; (3) **dochodów pierwotnych**, na przykład dochodów z pracy, dochodów z inwestycji finansowych (tj. dywidend, odsetek); (4) **dochodów wtórnych**, na przykład transferów zarobków, darowizn, spadków**.

Rachunek CPA obejmuje: (1) **transfery kapitałowe** (na przykład fundusze na inwestycje z budżetu UE); (2) **nabywanie i zbywanie nieprodukcyjnych**,

* W 2009 r. MFW wdrożył szóstą wersję dotyczącą zasad tworzenia bilansu płatniczego: *Balance of Payments and International Investment Position Manual Sixth Edition* (BPM6), która zastąpiła obowiązującą od 1993 r. wersję piątą (BPM5). BPM6 w krajach Unii Europejskiej wdrożono w 2014 r.

** W praktyce saldo bilansu płatniczego kraju jest często sprowadzane do salda bilansu obrotów bieżących, czyli salda rachunku CA.

niefinansowych aktywów między rezydentami i nierezydentami (transakcje niefinansowe)*.

Rachunek FA to zestawienie sald transakcji, których przedmiotem są aktywa (należności) i pasywa (zobowiązania) finansowe**. Aktywa zagraniczne (*assets*) oznaczają wypływ kapitału za granicę – inwestycje rezydentów za granicą, a pasywa zagraniczne (*liabilities*) – napływ kapitału, czyli inwestycje dokonywane w kraju przez nierezydentów. Zalicza się tu:

- **inwestycje bezpośrednie** – udziałowe (na przykład akcje) i dłużne (na przykład pożyczki) inwestycje transgraniczne pomiędzy podmiotami połączonymi relacją inwestycji bezpośrednich (gdy jeden podmiot ma uprawnienia do co najmniej 10% głosów w organie stanowiącym drugiego podmiotu) (IMF, 2009, s. 110–110); są uznawane za najbardziej stabilne i pożądane źródło kapitału zagranicznego;
- **inwestycje portfelowe**, które stanowią kategorię inwestycji transgranicznych nie zaliczonych do kategorii omówionej powyżej i oficjalnych aktywów rezerwowych, których przedmiotem są udziałowe lub dłużne papiery wartościowe, (na przykład akcje spółek giełdowych przy udziale poniżej 10%, obligacje skarbowe) kapitał obciążony największym ryzykiem odpływu, spekulacyjny;
- **instrumenty pochodne**, które stanowią kategorię inwestycji obejmujących wartość transakcji, których przedmiotem są instrumenty pochodne niezaliczone do oficjalnych aktywów rezerwowych i opcje pracownicze;
- **pozostałe inwestycje** – dotyczą transakcji transgranicznych nieujętych w kategoriach powyżej i w oficjalnych aktywach rezerwowych; obejmują głównie różne formy kapitału dłużnego, potocznie są określane jako kapitał bankowy (na przykład pożyczki, kredyty, gotówka, czeki);
- **oficjalne aktywa rezerwowe** – aktywa podlegające kontroli władz monetarnych, których celem jest zaspokajanie potrzeb finansowych bilansu płatniczego, interwencje na rynkach walutowych, wzmacnianie zaufania do waluty i gospodarki krajowej; obejmują rzeczywiście istniejące waluty i aktywa finansowe (na przykład EUR, złoto monetarne, SDR).

Rachunek OM to zestawienie zawierające transakcje będące odpowiedzią na brak zbilansowania w wyniku braku dostępu do danych, niedoskonałości danych źródłowych lub agregacji danych.

* W przypadku Polski i wielu innych krajów UE saldo rachunku CPA jest determinowane przez transfery kapitałowe wypłacane z budżetu UE.

** Wartość aktywów (należności) i pasywów (zobowiązań) jest ujmowana zgodnie z wytycznymi MFW w międzynarodowej pozycji inwestycyjnej (*international investment position*), rachunek FA obejmuje jedynie zmiany ich sald w danym okresie.

W bilansie płatniczym każda transakcja jest księgowana odpowiednio po stronie kredytowej (*credit*) lub debetowej (*debit*), a korespondującą z nią zwrotna wartość ekonomiczna po stronie przeciwnej (zasada podwójnego zapisu). W przypadku transferów, czyli transakcji obejmujących dostarczenie dóbr i usług bez zwrotnej transakcji wymiennej wyrażonej w innej wartości ekonomicznej* drugą stroną zapisu jest przepływ odpowiadający ekwiwalentowi transferu (tabela 8.4).

Tabela 8.4. Zasady księgowania transakcji w bilansie płatniczym

Rachunek bilansu płatniczego	Kredyt	Debet
CA: dobra/towary	eksport dóbr	import dóbr
CA: usługi	eksport usług	import usług
CA: dochody pierwotne	przychody	rozchody
CA: dochody wtórne	wpływ transferów	wpływ transferów
CPA	wpływ transferów	wpływ transferów
FA: wszystkie kategorie inwestycji transgranicznych	• zwiększenie pasywów • zmniejszenie aktywów	• zwiększenie aktywów • zmniejszenie pasywów

Źródło: opracowanie własne na podstawie: (IMF, 2009).

Przykład 8.11. Sposób księgowania transakcji

- Transakcja wymiany – eksport dóbr, na przykład sprzedaż jabłek z Polski do Rosji za gotówkę, wartość transakcji 100: eksport dóbr, CA (TB) kredyt: +100 = wpływ gotówki, FA (FOI) debet: -100.
- Transfer jednostronny, na przykład otrzymanie spadku z USA w gotówce, wartość 200: wpływ transferu, CA (SI) kredyt: +200 = wpływ gotówki, FA (FOI) debet: -200.
- Przepływy aktywów/pasywów, na przykład sprzedaż pakietu 15% akcji polskiej spółki, rozliczenie w obligacjach skarbowych wyemitowanych przez rząd Francji, wartość transakcji 320: sprzedaż akcji, FA (FDI) kredyt: +320 = wpływ obligacji skarbowych, FA (FPI) debet: -320.

Saldo (*balance*) rachunków CA i CPA jest obliczane jako różnica między eksportem/przychodami a importem/rozchodami:

$$bilans = kredyt - debet.$$

W przypadku rachunku FA aktywa i pasywa są ujmowane w bilansie płatniczym jako zmiany ich sald na koniec danego okresu. Tworzą one wynik FA net:

* Transferem można także nazwać transakcję, w której dostarczona wartość zwrotna nie jest ekonomicznie istotna lub ma nieporównywalnie niższą wartość.

$$FA_{\text{net}} = \Delta \text{aktywa} - \Delta \text{pasywa}.$$

Rachunki BP są ściśle ze sobą powiązane. Skutkiem przepływu dóbr i usług księgowanych na rachunku CA mogą być przepływy rachunku FA: eksport wiąże się z powstaniem należności, import z powstaniem zobowiązań lub z przepływami dóbr: eksport wymienny na import. Inwestycje, których salda są księgowane na rachunku FA, skutkują pojawieniem się przepływów zmieniających salda rachunku CA: aktywa zagraniczne skutkują powstaniem przychodów na rachunku dochodów pierwotnych, a pasywa skutkują powstaniem rozchodów. Skutkiem tych relacji są zazwyczaj dodatnie salda rachunku PI w krajach będących dawcami inwestycji zagranicznych i salda ujemne tego rachunku w krajach będących biorcami kapitału zza granicy. Dopelnieniem jest saldo błędów i opuszczeń (OM) równoważące salda wszystkich rachunków, tak by zachować równowagę BP, którą można zapisać następującym równaniem:

$$BP = CA + CPA - FA + OM = 0.$$

8.7. Rozliczenia międzynarodowe

Rozliczenia międzynarodowe tworzą system regulowania płatności roszczeń pieniężnych i zobowiązań powstających między podmiotami międzynarodowej działalności gospodarczej oparty na stosunkach politycznych, gospodarczych, naukowych, technicznych i innych. Rozliczenia międzynarodowe obejmują:

- komercyjne płatności roszczeń i zobowiązań pieniężnych powstające pomiędzy przedsiębiorstwami, bankami i osobami fizycznymi z różnych krajów, związane z handlem międzynarodowym, pożyczkami międzynarodowymi, bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi itp.;
 - płatności o charakterze niehandlowym związane z przewozem pasażerów, ubezpieczeniem, turystyką, transferem środków za granicę itp. (Kozak, 2015).
- Wyróżnia się następujące cechy rozliczeń międzynarodowych:
- są regulowane krajowymi aktami normatywnymi i legislacyjnymi, międzynarodowymi przepisami bankowymi i zwyczajami;
 - mają co do zasady formę dokumentu, a więc funkcjonują w postaci dokumentów finansowych i handlowych;
 - mogą być realizowane w różnych walutach, a co za tym idzie, na ich efektywność wpływa dynamika kursów walutowych.

Rozliczenia międzynarodowe mogą być realizowane za pomocą środków pieniężnych o różnym stopniu swobody wymiany. Z tego punktu widzenia wyróżnia się rozliczenia w walutach wymienialnych (obróć dewizowy) oraz rozliczenia w trybie płatności bezdewizowych.

Obrót bezdewizowy jest formą wymiany wartości między państwami lub przedsiębiorstwami w nich działającymi, gdy ich waluty krajowe są niewymienialne i gdy z różnych przyczyn nie korzysta się z pośrednictwa walut wymienialnych państw trzecich. W obrocie bezdewizowym wyróżnia się:

- rozliczenia clearingowe dwu- i wielostronne, których stronami są najczęściej banki i państwa;
- rozliczenia kompensacyjne (barterowe), których stronami są najczęściej przedsiębiorstwa.

Clearing jest porozumieniem międzypaństwowym w sprawie wzajemnego uznawania wzajemnych roszczeń i zobowiązań wynikających z równości dostaw towarów i usług. Obrót walutowy jest zastępowany przez obliczenia w walucie lokalnej za pośrednictwem banków clearingowych, które dokonują ostatecznego zapisu wzajemnych roszczeń i zobowiązań. Operacje te nie są zatem realizowane poprzez płatności gotówkowe, lecz poprzez alokację odpowiednich kwot transakcji na debet lub kredytowanie depozytów na żądanie.

W zależności od liczby uczestniczących państw istnieje clearing dwustronny i wielostronny. Saldo obrotów rozliczeniowych w systemie clearingowym może być uregulowane na trzy sposoby: przez zapłatę w walutach wymienialnych (w dewizach), przez czasowe kredytowanie salda przez stronę mającą nadwyżkę eksportu (kredyt techniczny), przez sprzedaż salda należności kredytowej na rynku trzecim za dewizy (switch finansowy) lub wymianę na rynku trzecim za towary (switch towarowy).

Rozliczenia kompensacyjne (barter) polegają na zawieraniu transakcji kupna-sprzedaży bez udziału pieniądza we wzajemnych rozliczeniach, czyli w postaci prostej wymiany: towar za towar, usługa za usługę lub usługa za towar.

Barter występuje tam, gdzie system pieniężny się nie ukształtował albo tam, gdzie istniejący pieniądź nie jest traktowany jako zachowujący siłę nabywczą, i wreszcie przy wymianie międzynarodowej, gdy jedna ze stron (lub obie) nie dysponuje walutami wymienialnymi (Bernaś, 2006, s. 351).

Większość pieniężnych płatności międzynarodowych jest dokonywana w ramach procedury płatności bezgotówkowych, za pośrednictwem banków

różnych krajów, które obsługują rachunki korespondentów*, przechowują na nich aktywa pieniężne w odpowiedniej walucie oraz realizują płatności i inne prowizje na zasadzie wzajemności.

W rozliczeniach międzynarodowych główną rolę odgrywają duże banki, które wykorzystują swoje oddziały zagraniczne i relacje z bankami zagranicznymi. Relacjom tym towarzyszy otwarcie rachunków *loro* (rachunki banków zagranicznych w danym banku) i *nostro* (rachunki tego banku w bankach zagranicznych). Banki zazwyczaj obsługują niezbędne pozycje walutowe w różnych walutach. Na koniec każdego dnia roboczego starają się zrównoważyć aktywa i pasywa w każdej walucie.

Udział banku w rozliczeniach międzynarodowych – czy to na zasadzie pośrednictwa, finansowania, czy też zabezpieczenia transakcji handlowej – umożliwia zminimalizowanie, wyeliminowanie lub przerzucenie ryzyka i odpowiedzialności na inne podmioty. W zależności od rodzaju wprowadzonych dodatkowych zabezpieczeń rozliczenie międzynarodowe może być dokonane z zastosowaniem zleceń bezwarunkowych (na przykład czek, weksel) lub warunkowych (inkaso dokumentowe i akredytywa dokumentowa), mających duże znaczenie przy płatnościach z tytułu importu i eksportu.

Czek w rozliczeniach międzynarodowych jest zleceniem udzielonym zagranicznemu bankowi przez bank krajowy dokonania zapłaty okazicielowi czeku lub oznaczonej osobie określonej kwoty.

Weksel, zdefiniowany w rozdziale 4, występuje w rozliczeniach w funkcji płatniczej, ale pełni jednocześnie funkcję kredytową. W rozliczeniach międzynarodowych najczęściej wykorzystywane są weksle trasowane, tzn. eksporter wystawia „tratę”, którą akceptuje importer, zobowiązując się jednocześnie do wykupu weksla.

Inkaso dokumentowe to warunkowa forma płatności polegająca na pobraniu określonej należności przez instytucję inkasującą (na ogół bank) działającą na rzecz zleceniodawcy w zamian za wydanie wskazanemu podmiotowi przedmiotu inkasa na warunkach określonych przez zleceniodawcę.

* Bank korespondent to bank współpracujący z innym bankiem za granicą na mocy umowy przewidującej wypełnianie wzajemnych poleceń wpłat i wypłat według zasad rozliczeń przyjętych w tej umowie.

Przedmiotem inkasa dokumentowego są dokumenty handlowe (na przykład faktura, świadectwo pochodzenia, dokumenty transportowe, dokumenty ubezpieczeniowe). Sprzedający jest w ten sposób zabezpieczony przed ryzykiem odebrania towaru bez zapłaty, a kupujący może odroczyć płatność do momentu otrzymania towaru. Jednak podczas realizacji inkasa banki nie ponoszą odpowiedzialności za skuteczność w egzekwowaniu zapłaty, zatem jest ono dobrym rozwiązaniem u partnerów handlowych mających do siebie zaufanie.

Akredytywa dokumentowa to warunkowa forma płatności, która jest dokumentem (pisemnym zobowiązaniem) wystawionym przez bank lub inną instytucję finansową, zapewniającym zapłatę sprzedawcy towarów lub usług pod warunkiem przedstawienia bankowi określonych dokumentów (najczęściej stwierdzających wysłanie towaru).

Akredytywa jest wykorzystywana przy zawieraniu transakcji, którym towarzyszy zwiększone ryzyko. Wyróżnia się wiele rodzajów akredytyw ze względu na różne przyjęte kryteria.

Do form finansowania eksportu należą także faktoring i forfaiting. Dzięki faktoringowi eksporter, za odpowiednią opłatą, szybko uzyskuje swoje należności z tytułu eksportu. Przedmiotem faktoringu mogą być jedynie wierzytelności związane z obrotem gospodarczym.

Faktoring jest przejęciem przez faktora (bank, instytucja finansowa) finansowania cyklu rozliczeniowego transakcji eksportowej wraz z udzielaniem gwarancji przejęcia ryzyka niewypłacalności importera.

Forfaiting jest instrumentem finansowania handlu międzynarodowego, który polega na zakupie należności terminowych powstałych w wyniku realizacji umów. Zakłada on przeniesienie praw do należności w zamian za otrzymanie pieniędzy pomniejszonych o wartość odsetek. Forfaiting jest droższy od faktoringu z uwagi na wyższe ryzyko związane z dłuższym terminem wymagalności spełnienia świadczenia oraz brakiem prawa regresu.

8.8. Międzynarodowe rynki i kryzysy walutowe

Międzynarodowy rynek finansowy jest systemem stosunków rynkowych, który zapewnia akumulację i redystrybucję międzynarodowych przepływów finansowych. W zależności od przedmiotu transakcji szczególne znaczenie mają

rynki: papierów wartościowych (akcji, obligacji), inwestycyjne i kapitałowe, ubezpieczeniowe (ubezpieczenia majątkowe, na życie, emerytalne, ubezpieczenia obowiązkowe i dobrowolne), kredytowe oraz walutowe (Bernaś, 2006, s. 289–290). Główne części światowego rynku finansowego to międzynarodowy rynek walutowy, międzynarodowy rynek długu oraz międzynarodowy rynek papierów wartościowych. **Jako funkcje międzynarodowych rynków finansowych** wskazuje się:

- monitorowanie i regulowanie procesu systemu finansowego, na przykład utrzymywanie podaży pieniędzy, nadzór prawny itp.;
- utrzymanie i zapewnienie różnych relacji między uczestnikami rynku, w tym inwestorami indywidualnymi, inwestorami instytucjonalnymi itp.;
- alokację kapitału w sposób, który może zwiększyć wydajność i stworzyć większą wartość;
- zmniejszenie ryzyka, zapobieganie oszustwom, w tym praniu pieniędzy, zachowanie przejrzystości i próby wyeliminowania manipulacji kursami na rynku;
- tworzenie i utrzymywanie płynności na rynku;
- zapewnienie bezpieczeństwa i przejrzystości transakcji;
- dostarczenie ważnych informacji i danych.

Wysoka międzynarodowa mobilność kapitału doprowadziła do zwiększenia niestabilności kursów walutowych, współzależności gospodarek krajowych i osłabienia autonomii polityk krajowych. Sytuacja ta wpływa na częstotliwość i zakres kryzysów finansowych.

Kryzysy finansowe są jedną z kategorii kryzysów w gospodarce. Rodzaje kryzysów przedstawia rysunek 8.1.

Kryzysem finansowym jest nagła zmiana lub załamanie na rynku finansowym, co jest związane z brakiem płynności i niewypłacalnością jednostek uczestniczących w tym rynku zmuszającym władze publiczne do interwencji (Miklaszewski, 2003, s. 99).

Kryzysowi finansowemu towarzyszą zaburzenia, które przejawiają się w deprecjacji waluty krajowej, wyczerpaniu rezerw walutowych, upadkach instytucji kredytowych i finansowych, niewypłacalności sektora niefinansowego oraz niewywiązywaniu się z zobowiązań z tytułu długu państwowego. W czasie kryzysu finansowego następują zmiany jakościowe w systemie gospodarczym, które powodują naruszenie równowagi w rozwoju, jego zatrzymanie lub zniszczenie systemu finansowego niektórych krajów lub rynków światowych w ogóle.



Rysunek 8.1. Kryzysy finansowe jako kategoria kryzysów w gospodarce

Źródło: opracowanie na podstawie: (Piech, 2012, s. 38).

Kryzys finansowy jest wywoływany wieloma czynnikami zarówno o charakterze stricte ekonomicznym, jak i zmiennymi odnoszącymi się do sfery społeczno-kulturowej bądź polityczno-prawnej. Jednak w klasycznym ujęciu podstawowa przyczyna kryzysu sprowadza się do braku równowagi między globalną podażą a globalnym popytem na rynku (Józwiakowski, 2015).

Istnieją różne rodzaje kryzysów finansowych, w tym przede wszystkim kryzys walutowy, bankowy i zadłużeniowy. Są one ze sobą w większym lub mniejszym stopniu sprzężone. Powiązania między kryzysami nasilają się w wyniku procesów globalizacji i integracji rynków finansowych.

Kryzys walutowy pojawia się wtedy, gdy spekulacyjny atak na wartość danej waluty kończy się jej dewaluacją (deprecjacją) albo zmusza władze do obrony waluty przez odblokowanie dużych woluminów rezerw dewizowych lub przez podniesienie stóp procentowych. Wskaźniki kryzysu walutowego to m.in. dynamika realnego efektywnego kursu walutowego, oficjalne rezerwy walutowe, stosunek krótkoterminowych inwestycji zagranicznych do PKB i stosunek bezpośrednich inwestycji zagranicznych do PKB.

Kryzys bankowy odnosi się do sytuacji, w której w wyniku paniki klienci banków masowo wycofują pieniądze i papiery wartościowe. Trudna sytuacja finansowa jednego banku jest dla innych banków sygnałem do zawieszenia wymienialności wewnętrznej (Bernaś, 2006, s. 325). Kryzysy bankowe są więc związane z niezdolnością banków do wywiązywania się ze zobowiązań lub z aktywną ingerencją państwa, co zapobiega powstaniu problemów. Miernikami

kryzysów bankowych są: wartość złych długów do sumy aktywów banku bądź PKB oraz wzrost liczby bankructw banków w stosunku do lat poprzednich.

Kryzys zadłużeniowy to kryzys, podczas którego dochodzi do niewypłacalności państwa. Państwo nie może się wywiązać ze swoich zobowiązań i nie może obsłużyć swego zadłużenia zagranicznego zarówno długu rządowego, jak i długu osób i korporacji prywatnych. Zobowiązania rządowe gwałtownie tracą swoją wartość i rozpoczyna się ucieczka kapitału. Miernikami kryzysu zadłużeniowego są m.in.: wartość zadłużenia zagranicznego do PKB, zadłużenie zagraniczne do eksportu, zadłużenie nominalne w porównaniu do innych krajów. Kryzysy zadłużeniowe dotyczą zwłaszcza kraje rozwijające się w wyniku zaciąganych przez nie pożyczek międzynarodowych.

Globalizacja finansowa stwarza warunki do zarażenia krajów przez kryzys (przeniesienia kryzysu, ang. *contagion*). Zarażenie kryzysem może nastąpić wskutek silnych powiązań gospodarczych między krajami lub świadomych działań jednego kraju w stosunku do drugiego, które grożą spadkiem konkurencyjności gospodarki narodowej i ograniczeniem jej obecności na rynkach, pogorszeniem klimatu przedsiębiorczości i inwestycji lub przenoszeniem kryzysów z krajów bardziej rozwiniętych do mniej rozwiniętych. Przenoszenie kryzysu odbywa się poprzez: presję międzynarodowych organizacji finansowych, dyskryminację w handlu zagranicznym, sztuczne wydłużanie cyklu życia produktów na rynkach innych krajów, eksport przestarzałych technologii itp.

Pytania i zadania otwarte

1. Czy pojedynczy inwestor może wpłynąć na kwotowania walut na rynku FOREX?
2. Jakie ograniczenia wiążą się z utrzymywaniem przez kraj sztywnego kursu walutowego przy pełnej liberalizacji przepływów kapitału międzynarodowego?
3. Wymień i krótko scharakteryzuj rodzaje kryzysów finansowych.
4. Jak należy rozumieć następujące kwotowanie walutomatu: USD/PLN=3,7184/3,7189?
5. Jak określa się strony bilansu płatniczego i po której stronie jest księgowana wartość wyeksportowanych dóbr, a po której odpowiadający im wpływ gotówki?

Pytania zamknięte

- 8.1. Wskaż prawidłowe stwierdzenie
 - a) SDR to waluta emitowana przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy,
 - b) Międzynarodowy Fundusz Walutowy to instytucja współtworząca światowy system bankowy,
 - c) członkami Banku Światowego mogą być państwa członkowskie Międzynarodowego Funduszu Walutowego,
 - d) Bank Światowy jest bankiem ostatniej instancji dla krajów, których relacja długu publicznego do PKB przekroczyła 60% PKB,
 - e) Bank Rozrachunków Międzynarodowych jest instytucją emitującą SDR.
- 8.2. Zapis kursu walutowego przyjmuje postać
 - a) waluta bazowa/waluta kwotowana = kurs sprzedaży waluty bazowej (*ask*)/kurs kupna waluty bazowej (*bid*),
 - b) waluta bazowa/waluta kwotowana = kurs kupna waluty bazowej (*bid*)/kurs sprzedaży waluty bazowej (*ask*),
 - c) waluta bazowa/waluta kwotowana = kurs kupna waluty kwotowanej (*bid*)/kurs sprzedaży waluty kwotowanej (*ask*),
 - d) żadne z powyższych.
- 8.3. Wskaż poprawne stwierdzenia
 - a) reżim płynnych kursów walutowych jest zazwyczaj stosowany w krajach rozwijających się,
 - b) reżim stałych kursów walutowych sprzyja rozwojowi rynku instrumentów pochodnych,
 - c) reżim kursu stałego ogranicza ryzyko walutowe i wpływa na obniżenie kosztów transakcyjnych,
 - d) w systemie kursu płynnego władze monetarne mogą swobodnie ustalać kurs waluty krajowej.
- 8.4. Które stwierdzenia dotyczące zmiany wartości waluty są poprawne (możliwe, że więcej niż jedna odpowiedź jest prawidłowa)?

- a) zmiana kursu walutowego z ciągu tygodnia z poziomu CNY/RUB = 11,43 do poziomu CNY/RUB = 12,30 oznacza dewaluację CNY,
 - b) zmiana kursu walutowego z ciągu tygodnia z poziomu CNY/RUB = 11,43 do poziomu CNY/RUB = 12,30 oznacza dewaluację RUB,
 - c) zgodnie z międzynarodowym efektem Fishera wzrost stóp procentowych w kraju waluty bazowej (przy braku zmian stóp procentowych w kraju waluty kwotowanej) będzie skutkować deprecjacją waluty bazowej,
 - d) wyższa stopa inflacji w kraju waluty bazowej niż w kraju waluty kwotowanej powinna skutkować aprecjacją waluty bazowej.
- 8.5. Wskaż zdania poprawne (P) i zdania fałszywe (F)
- a) kurs kupna waluty bazowej jest odwrotnością kursu sprzedaży waluty kwotowanej,
 - b) kurs sprzedaży waluty bazowej jest odwrotnością kursu kupna waluty kwotowanej,
 - c) kwotowanie EUR/USD = 1,2122/1,2259 oznacza, że bank kupi 1 USD za 1:1,2259 EUR (0,8157 EUR),
 - d) kwotowanie EUR/USD = 1,2122/1,2259 oznacza, że bank kupi 1 USD za 1:1,2122 EUR (0,8249 EUR),
 - e) kwotowania banku 10000IDR//EUR = 0,59 oznaczają, że kurs wymiany 1 IDR wynosi 0,59 EUR,
 - f) kwotowania banku 10000IDR//EUR = 0,59 oznaczają, że kurs wymiany 1 IDR wynosi $0,59 \cdot 10000 \text{ EUR} = 5900 \text{ EUR}$,
 - g) kwotowania banku 10000IDR//EUR = 0,59 oznaczają, że kurs wymiany 1 IDR wynosi $0,59:10000 \text{ EUR} = 0,000059 \text{ EUR}$.

Zadania rachunkowe

- 8.1. Ustal kurs kupna 1 IDR dla banku na podstawie następujących kwotowań: 10000IDR/CAD = 0,91.
- 8.2. Zakładając, że zgodnie z oczekiwaniami inflacja w USA wyniesie w ciągu roku 1,8%, a w Etiopii 19,2% (prognozy analityków na kolejny rok), ustal, o ile się powinien zmienić kurs birra etiopskiego (ETB) wyrażonego w dolarach amerykańskich (USD) za rok.
- 8.3. Oblicz saldo rachunku obrotów bieżących, wiedząc, że saldo rachunku finansowego w danym okresie sprawozdawczym wyniosło –(MINUS)12, saldo błędów i opuszczeń +1, a rachunku kapitałowego +7.

Zalecana literatura

- Bernaś, B. (red.). (2006). *Finanse międzynarodowe*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Bilski, J., Janicka, M. i Miziołek, T. (2016). *Międzynarodowy system finansowy*. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Krugman, P. R., Obstfeld, M. i Melitz, M. J. (2018). *Ekonomia międzynarodowa. Teoria i polityka* (tom 2). Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

ODPOWIEDZI

Rozdział 1

1.1 – d,
1.2 – a,
1.3 – c,
1.4 – b,
1.5 – c,

1.6 – d,
1.7 – c,
1.8 – b,
1.9 – c,
1.10 – c.

Zadania rachunkowe:

1.1. $FV = 10\,826,44\text{ zł}$,
1.2. Bank B (ponieważ $Ref\ A = 16,99\%$
jest $< Ref\ B = 17,11\%$),

1.3. $PV = 9\,483,77\text{ zł}$.

Rozdział 2

2.1 – b,
2.2 – c,
2.3 – c,
2.4 – c,
2.5 – d,
2.6 – c,
2.7 – a,
2.8 – c,

2.9 – b,
2.10 – b,
2.11 – d,
2.12 – b,
2.13 – d,
2.14a – P, b – K, c – P, d – K, e – P, f – P, g – K,
h – K, i – K,
2.15a – P, b – P, c – F, d – F, e – P, f – F, g – F.

Zadania rachunkowe:

2.1. $12,28\text{ zł}$,
2.2. $CIT = 19\,000\text{ zł} < PIT = 19\,250\text{ zł}$,

2.3. $(5000\text{ zł} - 685,50\text{ zł}) \cdot 9\% = 388,31\text{ zł}$.

Rozdział 3

3.1 – c,
3.2 – b,

3.3 – d,
3.4 – c,

3.5 – d,

3.6 – b,

3.7 – a,

3.8 – c,

3.9a – F, b – F, c – F, d – P, e – P, f – P.

Rozdział 4

4.1 – c,

4.2 – b,

4.3 – b,

4.4 – a, d,

4.5 – b, d,

4.6 – a,

4.7 – a,

4.8 – c,

4.9a – F, b – F, c – P, d – F, e – F, f – P.

Zadania rachunkowe:

4.1. Stopa zwrotu portfela: 8,75%,

4.2. Odchylenie standardowe wynosi około 6,02[%],

4.3. Stopa dyskonta $r_d = 5\%$, zaś stopa zwrotu 5,2632%,

4.4. Inwestor kupił 40,102 jednostki uczestnictwa. Cena tytułu uczestnictwa spadła do poziomu 220,5, a zatem inwestor poniósł stratę –11,575%,

4.5. Jeżeli cena wzrośnie do 700 inwestor zarobi 50 zł – 40 zł = 10 zł. Jeżeli cena spadnie do 600 inwestor poniesie stratę w wysokości ceny kupna opcji: 40 zł.

Rozdział 5

5.1 – d,

5.2 – c,

5.3 – c,

5.4 – b,

5.5 – a,

5.6 – b, e, f.

Rozdział 6

6.1 – a,

6.2 – c,

6.3 – d,

6.4 – c,

6.5 – a,

6.6 – c,

6.7 – b,

6.8 – c.

Zadania rachunkowe:

6.1. 1944,44 zł,

6.2. $36 + 20 = 56$,6.3. $24 - 18 = 6$,

6.4. WACC = 6,6%,

6.5. $14 + 28 = 42$,

6.6. Koszt kapitału obcego = 5,46%; WACC = 7,73%,

6.7. W 2017 r. wskaźnik rotacji (w dniach) wynosił 14,66 (dla zapasów), 33,78 (w przypadku należności) oraz 65,52 (w przypadku zobowiązań). Dwa ostatnie są na niższych poziomach, co wskazuje, że przedsiębiorstwo z czasem coraz dłużej czeka na regulowanie należności

przez własnych odbiorców, jak i zaciąga kredyt konsumencki na coraz dłuższy termin. Ta rosnąca tendencja może niepokoić,

6.8. $ROE = 0,22$ (22%); $ROA = 0,20$ (20%); $ROS = 0,56$ (56%). Wskaźniki rentowności w 2017 r. były wyższe niż w latach kolejnych. Tendencję malejącą należy oceniać negatywnie.

Rozdział 7

7.1 – d,

7.2 – c,

7.3 – b,

7.4 – a,

7.5 – a, b,

7.6 – a, c,

7.7 – b.

Rozdział 8

8.1 – c,

8.2 – b,

8.3 – c,

8.4 – b, c,

8.5a – P, b – P, c – P, d – F, e – F, f – F.

Zadania rachunkowe:

8.1. $10000 \text{ IDR/CAD} = 0,91$, stąd $10000 \text{ IDR} = 0,91 \text{ CAD}$, $1 \text{ IDR} = 0,91:10000 \text{ CAD} = 0,000091 \text{ CAD}$,

8.2. $\% \Delta ETB/USD = 1,8\% - 19,2\% = -17,4\%$, czyli birra etiopska powinna deprecjonować (osłabić się) o 17,4% względem USD,

8.3. $FA = -12$, $OM = +1$, $CPA = +7$, $CA = ?$ // $CA + CPA - FA + OM = 0$,
stąd $CA + 7 + 12 + 1 = 0$, $CA = -20$].

BIBLIOGRAFIA

- Alińska, A. i Woźniak, B. (2015). *Współczesne finanse publiczne*. Warszawa: Difin.
- Anderloni, L. i Carluccio, E. (2006). Access to bank accounts and payment services. W: L. Anderloni, E. Carluccio i M. Braga (Eds.), *New frontiers in banking services: Emerging needs and tailored products for untapped markets*. Berlin: Springer Verlag.
- Banaszczak-Soroka, U. (red.). (2016). *Rynek papierów wartościowych. Inwestorzy, instrumenty finansowe i metody ich wyceny*. Warszawa: C.H. Beck.
- Banaszczak-Soroka, U. (red.). (2019). *Rynki finansowe. Organizacja, instytucje, uczestnicy*. Warszawa: C.H. Beck.
- Banaszewska, M., Kańduła, S. i Przybylska, J. (2020). *Finanse samorządu terytorialnego. Ujęcie praktyczne*. Warszawa: CeDeWu.
- Barembuch, A. (2012). *Zarządzanie finansami osobistymi – teoria i praktyka*. Pobrane z https://wneiz.pl/nauka_wneiz/frfu/50-2012/FRFU-50-239.pdf
- Bernaś, B. (red.). (2006). *Finanse międzynarodowe*. Warszawa: PWN.
- Bień, W. (2007). *Rynek papierów wartościowych*. Warszawa: Difin.
- BIK. (2020). *BIK a BIG – podobieństwa i różnice*. Pobrane z <https://www.bik.pl/poradnik-bik/bik-a-big-roznice>
- Bilski, J. (2015). Pieniądz międzynarodowy w powojennej historii międzynarodowego systemu walutowego: teoria i praktyka. *Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica*, 5(316), 5–25.
- Bilski, J., Janicka, M. i Miziołek, T. (2016). *Międzynarodowy system finansowy*. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Bodie, Z. i Merton, R. C. (2003). *Finanse*. Warszawa: PWE.
- Borkowski, T. (2009). Życie bez konta. *Gazeta Bankowa*, 17.
- Brealey, R. A., Meyers, S. C. (1999). *Podstawy finansów przedsiębiorstw*. Warszawa: PWN.
- Brigham, E. F. i Houston, J. F. (2005). *Podstawy zarządzania finansami*. Warszawa: PWE.
- Buko, J. (2011). Przeciwdziałanie wykluczeniu finansowemu jako element wspierania spójności społecznej. W: M. G. Woźniak (red.), *Nierówności społeczne a wzrost gospodarczy*. Rzeszów.
- Byłok, F., Sikora, J. i Sztumska, B. (2005). *Wybrane aspekty socjologii rynku*. Częstochowa: Wydawnictwo Wydziału Zarządzania Politechniki Częstochowskiej.
- Bywalec, C. (2012). *Ekonomia i finanse gospodarstw domowych*. Warszawa: PWN.
- Caban, W. (red.). (2001). *Ekonomia. Podręcznik dla studiów licencjackich*. Warszawa: PWE.
- Chojna-Duch, E. (2010). *Podstawy finansów publicznych i prawa finansowego*. Warszawa: LexisNexis.
- Cieślukowski, M. (2011). Istota finansów publicznych. W: T. Juja (red.), *Finanse publiczne*. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.

- Czekaj, J. (red.). (2008). *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*. Warszawa: PWN.
- Dębski, W. (2014). *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*. Warszawa: PWN.
- Dereń, A. M. (1998). *Przerzucanie dochodów. Transfer pricing*. Bydgoszcz: Oficyna Wydawnicza Ośrodka Postępu Organizacyjnego.
- Dornbush, R. (1985). *Purchasing power parity* (NBER Working Paper No 1591). Cambridge, MA.
- Dylewski, M., Filipiak, B., Gorzałczyńska-Koczkodaj, M. i Zioło, M. (2014). *Finanse publiczne. Aspekty teoretyczne i praktyczne*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- European Commission. (2008, May). *Financial services provision and prevention of financial exclusion*. Brussels.
- Eurostat. (2020). Regional GDP per capita ranged from 30% to 263% of the EU average in 2018. Pobrane 21 grudnia 2020 z https://ec.europa.eu/eurostat/documents/portlet_file_entry/2995521/1-05032020-AP-EN.pdf/81807e19-e4c8-2e53-c98a-933f5bf30f58
- Fisher, I. (1930). *The theory of interest as determined by impatience to spend income and opportunity to invest it*. New York: The Macmillian Company. Pobrane 15 stycznia 2021 z http://files.libertyfund.org/files/1416/Fisher_0219.pdf
- Flejterski, S. (2007). *Metodologia finansów*. Warszawa: PWN.
- Frączek, B. (2017). *Edukacja finansowa jako determinanta wzrostu włączenia finansowego*. Katowice: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach.
- Gajdka, J. i Walińska, E. (2000). *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*. Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce.
- Gaudemet, P. M. i Molinier, J. (2000). *Finanse publiczne*. Warszawa: PWE.
- Gostomski, E. (2008). Życie bez banku. *Gazeta Bankowa*, 12.
- Gryko, J. M., Kluzek, M., Kubiak, J. i Nowaczyk, T. (2019). *Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie*. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.
- GUS. (b.d.). <https://stat.gov.pl/metainformacje/sownik-pojec/pojecia-stosowane-w-statystyce-publicznej/103,pojecie.html>. Pobrane 20 stycznia 2021.
- GUS. (2020a). *Budżety gospodarstw domowych w 2019 r.* Pobrane 20 stycznia 2021 z <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/warunki-zycia/dochody-wydatki-i-warunki-zycia-ludnosci/budzety-gospodarstw-domowych-w-2019-roku,9,14.html>
- GUS. (2020b). *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarki narodowej w rejestrze REGON, 2019 r.* Pobrane 15 stycznia 2021 z www.stat.gov.pl
- Hawawini, G. i Viallet, C. (2007). *Finanse menedżerskie*. Warszawa: PWE.
- <https://www.podatki.gov.pl/z-twoich-podatkow/dochody-i-wydatki-z-twoich-podatkow/>. Pobrane 10 stycznia 2021.
- Ickiewicz, J. (2014). *Podatki, składki, opłaty*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie.
- IMF. (2009). *Balance of payments and international investment position Manual* (6th ed.) International Monetary Fund. Washington, D.C.
- Insurance Europe. (2020). *European insurance in figures, 2018 Data*. Brussels.
- Iwanicz-Drozdowska, M. (2009). Irlandia. W: M. Iwanicz-Drozdowska, A. Matuszyk, A. K. Nowak i R. Kitala R., *Produkty finansowe i edukacja finansowa w Polsce na tle wybranych krajów wysoko rozwiniętych. Raport z badań*. Warszawa: SGH.
- Iwanicz-Drozdowska, M. (2011). *Edukacja i świadomość finansowa. Doświadczenia i perspektywy*. Warszawa: Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

- Jachna, T. i Sierpińska, M. (2004). *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Warszawa: PWN.
- Jajuga, K. (2015). Inwestycje w osobistym planowaniu finansowym. W: K. Jajuga i T. Jajuga: *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Aktywa niefinansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*. Warszawa: PWN.
- Jajuga, K. i Jajuga, T. (1996). *Inwestycje: instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*. Warszawa: PWN.
- Jorgenson, D. W. i Griliches, Z. (1972). The explanation of productivity change. *Survey of Current Business*, 52(5), 7–11.
- Jóźwiakowski, P. (2015). Kryzys finansowy – przebieg i skutki dla gospodarki. *Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego w Zielonej Górze. Współczesny kryzys finansowo-gospodarczy. Istota, przebieg i konsekwencje*, 2, 6–17.
- Juja, T. (red.). (2011). *Finanse publiczne*. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.
- Jurek, M. (2010). Koncepcja pieniądza międzynarodowego w warunkach globalnego kryzysu finansowego. *Ekonomia i Prawo*, 6.
- Kabalski, P. (2001). *Rachunkowość w zarządzaniu cenami transferowym*. Gdańsk: ODDK.
- Kańduła, S. i Kijek, I. (2006). *Wybrane zagadnienia finansów publicznych*. Poznań: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.
- Komisja Nadzoru Finansowego. (2020). *Biuletyn roczny. Rynek ubezpieczeń 2019*. Warszawa: Komisja Nadzoru Finansowego. Pobrane 20 stycznia 2021 z https://www.knf.gov.pl/?articleId=71341&p_id=18
- Kosikowski, C. (2011). *Ustawa o finansach publicznych. Komentarz*. Warszawa: LexisNexis.
- Kosztowniak, A., Misztal, P., Pszczółka, I. i Szelągowska, A. (2009). *Finanse i rozliczenia międzynarodowe*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Kozak, Y. (Ed.). (5th ed.). (2015). *International Finance. Training manual*. Kiev-Chisinau-Katowice-New York-Tbilisi: CUL.
- Kozioł, W. (2011). *350 lat historii bankowości centralnej*. NBP – Portal Edukacji Ekonomicznej.
- Krugman, P. R., Obstfeld, M. i Melitz, M. J. (2018). *Ekonomia międzynarodowa. Teoria i polityka* (tom 2). Warszawa: PWN.
- Kuchlewska, M. (2003). *Ubezpieczenie jako metoda finansowania ryzyka przedsiębiorstw*. Poznań: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.
- Leszczyńska, C. (2010). *Zarys historii polskiej bankowości centralnej*. Warszawa: NBP.
- Leyshon, A. i Thrift, N. (1995). Geographies of financial exclusion: financial abandonment in Britain and the United States. *Transactions of the Institute of British Geographers, New Series*, 20, 3.
- Litwińczuk, H., Pietrasiewicz, W. A. i Tetlak, K. (red.). (2017). *Prawo podatkowe przedsiębiorców*. Warszawa: Wolters Kluwer.
- Maciejasz-Świątkiewicz, M. (2013). *Wykluczenie finansowe i narzędzia jego ograniczania*. Opole: Wydawnictwo Uniwersytetu Opolskiego.
- Marchewka-Bartkowiak, K. (2008). *Zarządzanie długiem publicznym. Teoria i praktyka państw Unii Europejskiej*. Warszawa: PWN.
- Marchewka-Bartkowiak, K. (2010). Reguły fiskalne. *Analizy BAS*, 7(32)/2010.
- Maśniak, D. (2020). *Prawo ubezpieczeniowe*. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.

- Michalak, S., Krzewski, M. i Maliszewski, C. (1997). *Transfer pricing. Przerzucanie dochodów, metody kontroli, konsekwencje podatkowe*. Warszawa: Difin.
- Miesięczny budżet rodzinny*. Pobrane 3 marca 2021 z <https://templates.office.com/pl-pl/miesi%4%99czny-bud%5%bcet-rodzinny-tm02930057>
- Międzynarodowy słownik podatkowy*. (1997). Warszawa: PWE.
- Miklaszewski, S. (red.). (2003). *Międzynarodowe stosunki gospodarcze u progu XXI wieku*. Warszawa: Difin.
- Milic-Czerniak, R. (2016). Gospodarstwa domowe jako podmiot finansów osobistych. W: R. Milic-Czerniak (red.), *Finanse osobiste. Kompetencje. Narzędzia. Instytucje. Produkty. Decyzje*. Warszawa: Difin.
- Ministerstwo Finansów. (2020). *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2021–2024*. Pobrane 18 grudnia 2020 z <https://www.gov.pl/web/finanse/strategie-zarzadzania-dlugiem/>
- Ministerstwo Sprawiedliwości. (2015). *Upadłość konsumencka. Poradnik*. Pobrane 20 stycznia 2021 z <https://www.arch.ms.gov.pl/pl/informacje/news,6792,upadlosc-konsumentencka--poradnik.html>
- Mundell, R. A. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economic and Political Science* 29(4), 475–485. Pobrane z <https://doi.org/10.2307/139336>
- Musiał, M. (2018). *Efektywność gospodarowania finansami osobistymi w Polsce*. Szczecin: Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego.
- Najlepszy, E. (1993). *Międzynarodowe finanse przedsiębiorstw*. Poznań: Bafina.
- NBP raporty nt. rynku płatności. Pobrane 15 stycznia 2021 z <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemplatniczy/ocena/ocena.html>
- NBP Portal <https://www.nbpportal.pl/wiedza/prezentacje/nowe-prezentacje/bezgotowkowe-formy-platnosci>
- NIK. (2020). *Analiza wykonania budżetu państwa i założeń polityki pieniężnej w 2019 roku*. Warszawa: NIK.
- Nowakowski, M. (2020). *FİNTECH – technologia, finanse, regulacje. Praktyczny przewodnik dla sektora innowacji finansowych*. Warszawa: Wolters Kluwer.
- O’Shaughnessy, M., Banach, J., Lebda, S., Reszka, A., Szydłowska, K. i Wiewiórka, P. (2003). *Ceny transferowe*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- OECD. (2020). OECD Data. Pobrane 29 grudnia 2020 z <https://data.oecd.org/>
- OECD. (1997). *Transfer pricing guidelines for multinational enterprises and tax administrations. Report of July 1995 with supplements*. Paris.
- Oręziak, L. (2008). Euro – pieniądź międzynarodowy. *Bank i Kredyt*, 1(31).
- Orlicki, M. (2011). *Ubezpieczenia obowiązkowe*. Warszawa: Wolters Kluwer.
- Ostaszewski, J. (red.). (2013). *Finanse*. Warszawa: Difin.
- Owsiak, S. (2002). *Podstawy nauki finansów*. Warszawa: PWE.
- Owsiak, S. (2015). *Finanse*. Warszawa: PWE.
- Owsiak, S. (2017). *Finanse publiczne. Teoria i praktyka*. Warszawa: PWN.
- Personal financial planning — Requirements for personal financial planners*. Pobrane z <https://www.iso.org/obp/ui/#iso:std:43033:en>
- Piech, K. (red.). (2012). *Kryzysy światowe i recesje teoria historia przykłady* (tom 2). Wydawnictwo: Instytut Wiedzy i Innowacji.

- Pilbeam, K. (2013). *International finance* (4th ed.). Basingstoke, UK: Palgrave Macmillan.
- PIU. (2017). *Jak ubezpieczenia zmieniają Polskę i Polaków*. Pobrane 10 stycznia 2021 z <https://piu.org.pl/raport-wplywu/>
- PIU. (2019) *Raport roczny 2019*. Pobrane 10 stycznia 2021 z <https://piu.org.pl/raportroczny2019/>
- Podstawka, M. (2013). *Finanse*. Warszawa: PWN.
- Podstawka, M. (red.). (2017). *Finanse: instytucje, instrumenty, podmioty, rynki, regulacje*. Warszawa: PWN.
- Pojęcia stosowane w statystyce publicznej. Pobrane 30 grudnia 2020 z <https://stat.gov.pl/maintainformacje/sloownik-pojec/pojecia-stosowane-w-statystyce-publicznej/2961,pojecie.html?pdf=1>
- Portal Funduszy Europejskich. (2020). *Zasady działania funduszy*. Pobrane 18 grudnia 2020 z <https://www.funduszeuropejskie.gov.pl/strony/o-funduszach/zasady-dzialania-funduszy/fundusze-europejskie-w-polsce/>
- Przybylska-Kapuścińska, W. i Szyszko, M. (2017). *Współczesna polityka pieniężna. Perspektywa XXI wieku*. Warszawa: Difin.
- Sangowski, T. (2000). *Vademecum ubezpieczeń gospodarczych*. Poznań: Saga Printing.
- Skopowski, M. i Wiśniewski, M. (2014). Instrumenty współczesnej polityki pieniężnej. *Materiały Dydaktyczne*, 284. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.
- Sławiński, A. (2011). *Polityka pieniężna*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Słojak, S. (2002). *Ceny transferowe. Teoria i praktyka*. Warszawa: PWN.
- Sobański, K. (2018). *Międzynarodowe finanse przedsiębiorstw*. Warszawa: PWN.
- Solarz J. K., Waliszewski K. (2020). *Całościowe zarządzanie ryzykiem systemowym. Pandemia COVID-19*. Kraków-Legionowo: Edu-Libri.
- Spychała, M. (2017). Zróznicowanie przestrzenne absorpcji funduszy unijnych perspektywy finansowej 2007–2013 a zmiany poziomu wzrostu gospodarczego województw w Polsce. *Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy*, 49 (1/2017), 348–358. Rzeszów: Wydawnictwo Uniwersytetu Rzeszowskiego.
- Spychała, M. (2019). Podatkowe formy pomocy publicznej w Polsce na tle pozostałych państw Unii Europejskiej. W: M. Sosnowski (red.), *Problemy finansów w obliczu nowych wyzwań gospodarki* (s. 89–100). Wrocław: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.
- Szczęsny, W. (2010). *Finanse: zarys wykładu*. Warszawa: Difin.
- Szopa, B. i Szopa, A. (2011). Wykluczenie finansowe a wykluczenie społeczne. *Zeszyty Naukowe*, 11, Kraków: Polskie Towarzystwo Naukowe.
- Świecka, B., 2009, *Niewypłacalność gospodarstw domowych. Przyczyny – skutki – przeciwdziałanie*. Warszawa: Difin.
- Świecka, B. (2018). Kompetencje finansowe i edukacja finansowa. Ujęcie teoretyczne i praktyczne. *Rozprawy Ubezpieczeniowe. Konsument na rynku usług finansowych*, 27.
- Tymoczko, I. D. (2013). Analiza porównawcza systemów kursu walutowego. *Narodowy Bank Polski. Materiały i Studia*. Warszawa.
- Waliszewski, K. (2020). *Doradztwo finansowe w Polsce* (wyd. 3 uaktualnione). Warszawa: CeDeWu.
- Warchlewska, A. (2020). Wokół istoty wykluczenia finansowego. Ujęcie przeglądowe. *Finanse i Prawo Finansowe*, 1(25).
- Wiśniewski, M. (2011). *Ocena zdolności kredytowej gminy*. Warszawa: Difin.

- Zadora, H. (2015). *Finanse kategorie, zjawiska i procesy, podmioty*. Warszawa: Difin.
- Zalega, T. (2017). Gospodarstwo domow jako podmiot konsumpcji. Pobrane z http://193.0.126.45/sites/default/files/artykuly/sim_2007_1_zalega.pdf
- Zaleska, M. (red.). (2018). *Świat bankowości*. Warszawa: Difin.
- Zaleska, M. (red.). (2021). *Wpływ COVID-19 na finanse. Polska perspektywa*. Warszawa: Difin.
- Zaremba, A. (2014). *Giełda. Podstawy inwestowania*. Gliwice: Helion.
- ZBP. (2013). Poradnik: Jak bezpiecznie korzystać z kredytu?. Pobrane 10 stycznia 2021 z https://www.zbp.pl/getmedia/a31bb108-0565-41a3-bfa8-0b335b21d49e/kredyty_internet
- Zdanowska, M. (2012). Świadomość finansowa w Polsce. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Współczesne Problemy Ekonomiczne. Globalizacja. Liberalizacja. Etyka*, 767.
- Zorska, A. (1998). *Ku globalizacji*. Warszawa: PWN.
- Zorska, A. (red.). (2002). *Korporacje międzynarodowe w Polsce*. Warszawa: Difin.
- ZUS. Pobrane z <https://pieniadze.rp.pl/ubezpieczenia/inne-polisy/20742-skladki-zus>

Akty prawne

- Rozporządzenie Ministra Pracy i Polityki Społecznej z dnia 29 listopada 2002 r. w sprawie różnicowania stopy procentowej składki na ubezpieczenie społeczne z tytułu wypadków przy pracy i chorób zawodowych w zależności od zagrożeń zawodowych i ich skutków (Dz. U. z 2019 r., poz. 757).
- Ustawa budżetowa na rok 2019 z dnia 16 stycznia 2019 r. (Dz. U. z 2019 r., poz. 198).
- Ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 r. – Prawo czekowe (Dz. U. Nr 37, poz. 283).
- Ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 r. – Prawo wekslowe (Dz. U. z 1936 r. Nr 37, poz. 282).
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (Dz. U. z 1964 r. Nr 16, poz. 93).
- Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (t.j. Dz. U. z 2020 r., poz. 1406).
- Ustawa z dnia 29.09.1994 r. o rachunkowości (t.j. Dz. U. z 2021 r., poz. 217).
- Ustawa z dnia 2 kwietnia 1997 r. – Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej (Dz. U. z 1997 r. Nr 78, poz. 483).
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (t.j. Dz. U. z 2020 r., poz. 2027).
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz. U. z 1997 r. Nr 140, poz. 939, tekst ujednolicony).
- Ustawa z dnia 7 grudnia 2000 r. o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających (Dz. U. z 2000 r. Nr 119, poz. 1252, tekst ujednolicony).
- Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe (Dz. U. z 2003 r. Nr 60, poz. 535).
- Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o ubezpieczeniach obowiązkowych, Ubezpieczeniowym Funduszu Gwarancyjnym i Polskim Biurze Ubezpieczycieli Komunikacyjnych (t.j. Dz. U. z 2019 r., poz. 2214).
- Ustawa z dnia 13 listopada 2003 r. o dochodach jednostek samorządu terytorialnego (t.j. Dz. U. z 2020 r., poz. 23 ze zm.).
- Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (t.j. Dz. U. z 2019 r., poz. 869).
- Ustawa z dnia 5 listopada 2009 r. o spółdzielczych kasach oszczędnościowo-kredytowych (Dz. U. z 2012 r., poz. 855, tekst ujednolicony).

-
- Ustawa z dnia 12 maja 2011 r. o kredycie konsumenckim (Dz. U. z 2011 r. Nr 126, poz. 715).
Ustawa z dnia 19 sierpnia 2011 r. o usługach płatniczych (Dz.U. z 2011 r. Nr 199, poz. 1175).
Ustawa z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (t.j. Dz. U. z 2020 r., poz. 895).
Ustawa z dnia 23 marca 2017 r. o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami (Dz. U. z 2017 r., poz. 819).

SKOROWIDZ

A

akcja 20, 24, 86, 96, 104, 107, 148, 170, 176, 194, 229
akredytywa dokumentowa 234
aktywa 130, 163

B

bank 65
bank centralny 65, 66
banki państwowe 65
bank komercyjny 65
bankowość elektroniczna 81
bank spółdzielczy 65, 74
Bank Światowy 211
barter 10, 232
bilans 151, 189, 211
Biuro Informacji Gospodarczej 79, 206
Biuro Informacji Kredytowej 79, 205
bony pieniężne 94
bony skarbowe 93
broker 90, 91, 103
broker ubezpieczeniowy 141
budżet domowy 190
budżet państwa 36
budżet środków europejskich 37, 48

C

clearing 232
cykl konwersji gotówki 156
czek 95, 233

D

deficyt budżetowy 51
derywaty 104

dług publiczny 57
dochody budżetu państwa 39
dyskontowanie 17
dźwignia finansowa 104, 151

E

efektywna roczna stopa procentowa 17
Europejski System Banków Centralnych 216
Europejski System Walutowy 215
Eurosistem 216

F

faktoring 23, 165, 234
fintech 23
Forex 103
forfaiting 234
fundusze inwestycyjne 101
FX 103

G

giełda papierów wartościowych 89
Giełda Papierów Wartościowych 89, 97
GPW 98

I

inflacja 16, 195, 225
instrumenty pochodne 104, 229
inwestowanie 6
inwestycje 185
inwestycje portfelowe 229

K

kapitalizacja 17
kapitał 85, 87, 90, 148, 165

kapitał obrotowy brutto 155
kapitał obrotowy netto 155
kapitały własne wniesione 164
kapitały własne wytworzone 164
karta debetowa 81
karta kredytowa 78, 81
karty płatnicze 81
karty przedpłacone 82
KNF 129, 196
Komisja Nadzoru Finansowego 22, 35, 89,
97, 128, 139
kondycja finansowa 170
kontrakty terminowe 104
koszt kapitału 168, 170
Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych
90
kredyt 75, 77, 195
kredyt hipoteczny 195
kredyt konsumencki 76, 196
kredyt konsumpcyjny 77, 195
kredyt kupiecki 158
kredyt obrotowy 78
kredyty 164
kryzys 70, 80, 88
kurs walutowy 219, 224

L

leasing 23, 164
list zastawny 100
lokaty terminowe 79

M

mapa edukacji finansowej 200
Międzynarodowy Fundusz Walutowy 211

N

nadwyżka budżetowa 51
należności 158
New Connect 97
nominalna stopa procentowa 195

O

obligacja 16, 89, 98, 99
odsetki proste 17
odsetki składane 17

opcja 105, 219
operacje finansowe 75
optymalny obszar walutowy 216
oszczędności 20, 25, 185
oszczędzanie 13, 186, 201

P

parytet siły nabywczej 224
pasywa 130, 163
pieniądz 10
pieniądz bezgotówkowy 12
pieniądz kruszcowy 11
pieniądz papierowy 12
pieniądz towarowy 11
planowanie finansowe 179
podatek 40
polityka finansowa 22
polityka fiskalna 22
polityka monetarna 22, 223
polityka pieniężna 70, 71
portfel inwestycyjny 106
pośrednicy finansowi 22, 24, 91
pożyczka 78
pożyczki 25, 164
publiczna emisja 97
pułapka zadłużeniowa 52

R

rachunek zysków i strat 151
realna stopa procentowa 195
realne oprocentowanie 195
rynek finansowy 53, 85, 213, 235
rynek pierwotny i wtórny 96
rynek walutowy 103, 235
rynki finansowe 24
ryzyko 16, 20, 52, 87, 106, 108, 115, 116

S

sektor finansów publicznych 33
sfera finansowa 8
sfera realna 8
składka ubezpieczeniowa 121
stopa dyskonta 93
stopa dyskontowa 17
stopa procentowa 16

stopa zwrotu 87, 93, 102, 106, 107, 160, 168
swap 219
swapy 105
system bankowy 65
system finansowy 25
system pieniężny 217
system podatkowy 44

T

tytuł uczestnictwa 100

U

ubezpieczenia gospodarcze 123
ubezpieczenia majątkowe 136
ubezpieczenia społeczne 45
ubezpieczenie osobowe 137
Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny
(UFG) 140

umowa kredytu 76
umowa ubezpieczenia 127
upadłość konsumencka 185, 206

V

venture capital 165

W

wartość zaktualizowana netto 160
weksel 95, 233
wewnętrzna stopa zwrotu 161
WIBID 80, 94
WIBOR 80, 94, 98, 227
wykluczenie finansowe 201

Z

zapasy 157
zdolność kredytowa 78, 195, 205

