

Agnieszka SKRĘT-BEDNARZ

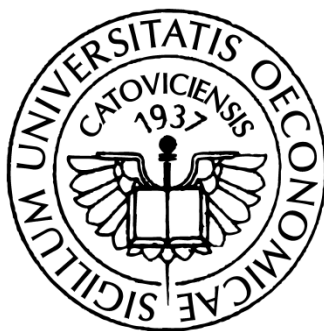
**Wpływ zwolnienia
z podatku dochodowego
od osób prawnych w specjalnych
strefach ekonomicznych
na wartość przedsiębiorstwa**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego
w Katowicach

Agnieszka Skręt-Bednarz

**Wpływ zwolnienia z podatku dochodowego
od osób prawnych w specjalnych
strefach ekonomicznych
na wartość przedsiębiorstwa**



Katowice 2025

Komitet redakcyjny

Tomasz Ingram (przewodniczący), Monika Ogrodnik (sekretarz),
Agata Austen, Monika Kulikowska-Pawlak, Małgorzata Pańkowska,
Aleksandra Pethe, Jacek Pietrucha, Anna Skórska, Marzena Strojek-Filus,
Edyta Szafranek-Stefaniuk, Tomasz Wachowicz, Ewa Ziemba

Recenzent

Anna Doś

Redakcja i korekta językowa

Beata Kwiecień

Skład

Daria Liszowska

Projekt okładki

Emilia Gumulak

Ilustracja na okładce © VLADGRIN – Photogenica

ISBN 978-83-7875-961-4

doi.org/10.22367/uekat.9788378759614

© Copyright by Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach 2025



Publikacja na licencji Creative Commons Uznanie autorstwa 4.0 Międzynarodowa
(CC BY 4.0) <https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode.pl>



WYDAWNICTWO UNIwersYTETU EKONOMICZNEGO W KATOWICACH

ul. 1 Maja 50, 40-287 Katowice, tel.: +48 32 257-76-33

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

Facebook: @wydawnictwouekatowice

Spis treści

Wykaz skrótów	5
Wstęp	7
1. Charakterystyka specjalnych stref ekonomicznych.....	13
1.1. Powstanie specjalnych stref ekonomicznych w Polsce	13
1.2. Harmonizacja krajowych regulacji w zakresie pomocy w strefach ze wspólnotowym systemem pomocy regionalnej.....	17
1.3. Zezwolenie strefowe jako podstawa korzystania z pomocy publicznej w strefach.....	25
2. Zasady ustalania wartości pomocy publicznej w specjalnych strefach ekonomicznych	29
2.1. Intensywność pomocy publicznej i koszty kwalifikowane	29
2.2. Zasady dyskontowania pomocy publicznej w strefach	32
2.3. Wartość pomocy publicznej w specjalnych strefach ekonomicznych ustalana jako ekwiwalent dotacji brutto	37
2.4. Ustalanie dochodu zwolnionego i wartości zwolnienia podatkowego..	41
3. Metoda szacowania ekonomicznej wartości zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych w specjalnej strefie ekonomicznej.....	49
3.1. Ocena walorów aplikacyjnych poszczególnych sposobów ustalania wartości przedsiębiorstwa dla celów proponowanej metody	49
3.2. Założenia i koncepcja opracowanej metody.....	65
3.3. Ujęcie krytycznych czynników kształtujących wartość pomocy publicznej netto w opracowanej metodzie	79
3.4. Wybór zakresu korekt księgowych w modelu EVA adekwatnych do działalności strefowej.....	86
4. Wykorzystanie metody szacowania wartości pomocy publicznej w specjalnych strefach ekonomicznych – studia przypadków	94
4.1. Przyjęte założenia metody szacowania wartości publicznej w studiach przypadków	94
4.2. Analiza struktury i dynamiki wartości pomocy publicznej spółki z branży elektromaszynowej (studium przypadku 1).....	100

4.3. Analiza struktury i dynamiki wartości pomocy publicznej spółki z branży motoryzacyjnej (studium przypadku 2)	109
4.4. Analiza struktury i dynamiki wartości pomocy publicznej spółki z branży papierniczej (studium przypadku 3)	119
4.5. Analiza struktury i dynamiki wartości pomocy publicznej spółki z branży maszynowej (studium przypadku 4).....	127
4.6. Analiza porównawcza studiów przypadku.....	140
Zakończenie	157
Bibliografia	163
Spis rysunków	175
Spis tabel	177
Spis wykresów	181
Załączniki	185

Wykaz skrótów

β	– współczynnik określający poziom ryzyka dla danego przedsięwzięcia w stosunku do ryzyka rynkowego (<i>risk ratio</i>)
CAPM	– model wyceny aktywów kapitałowych (<i>Capital Asset Pricing Model</i>)
CIT	– podatek dochodowy od osób prawnych
D	– wartość kapitału obcego, obejmująca rzeczywistą wartość długu pomniejszoną o prowizję i odsetki, jeśli są one naliczone z góry (<i>debt</i>)
ΔEVA_t	– zmiana ekonomicznej wartości dodanej przedsiębiorstwa z tytułu działalności w strefie
E	– wartość kapitału własnego (<i>equity</i>)
EAT	– zysk netto (<i>earning after tax</i>)
$EBIT$	– zysk przed odliczeniem odsetek i podatku (<i>earning before interest and taxes</i>)
EC_t	– wartość kosztów kwalifikowanych poniesionych w okresie t (<i>eligible costs</i>)
EDB	– ekwiwalent dotacji brutto
EVA	– ekonomiczna wartość dodana (<i>Economic Value Added</i>)
EVA_{nSEZ}	– ekonomiczna wartość dodana tego samego przedsiębiorstwa przy założeniu, że nie prowadziłoby ono działalności w specjalnej strefie ekonomicznej (<i>economic value added not in special economic zone</i>)
EVA_{SEZ}	– ekonomiczna wartość dodana przedsiębiorstwa prowadzącego działalność w specjalnej strefie ekonomicznej (<i>economic value added in special economic zone</i>)
I	– wartość odsetek (<i>interests</i>)
IC	– wartość zaangażowanego kapitału (<i>invested capital</i>)
k_D	– koszt kapitału obcego (<i>cost of debt</i>)
k_E	– koszt kapitału własnego (<i>cost of equity</i>)
$k_{E\ ND}$	– koszt kapitału własnego spółki niewykorzystującej dźwigni finansowej, czyli finansowanej w całości kapitałem własnym (<i>no debt</i>)
K_T	– koszty transakcyjne związane z zaciąganiem długu, np. prowizja bankowa (<i>transaction costs</i>)
$NOPAT$	– zysk operacyjny po opodatkowaniu (<i>net operating profit after tax</i>)
NPV_{PANV}	– wartość bieżąca netto pomocy publicznej w formie zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych w specjalnej strefie ekonomicznej (<i>net present value of public aid net value</i>)

NSA	– Naczelny Sąd Administracyjny
MV	– wartość rynkowa kapitału wyliczona jako iloczyn liczby akcji i ich aktualnego kursu (<i>market value</i>)
MVA	– rynkowa wartość dodana (<i>Market Value Added</i>)
PANV	– wartość pomocy publicznej netto, rozumiana jako ekonomiczna wartość zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych w specjalnej strefie ekonomicznej (<i>public aid net value</i>)
PANVR	– wskaźnik stosunkowej wartości pomocy publicznej netto (<i>public aid net value ratio</i>)
PIT	– podatek dochodowy od osób fizycznych
r_{ef}	– efektywna stopa oprocentowania (<i>effective debt interest rate</i>)
r_f	– stopa zwrotu wolna od ryzyka (<i>risk free rate of return</i>)
r_m	– rynkowa stopa zwrotu (<i>market rate of return</i>)
T	– efektywna stopa opodatkowania (<i>tax</i>)
T_{nSEZ}	– efektywna stopa opodatkowania bez uwzględnienia zwolnienia podatkowego w strefie
T_S	– ustawowa stawka opodatkowania (<i>statutory tax rate</i>)
T_{SEZ}	– efektywna stopa opodatkowania z uwzględnieniem zwolnienia podatkowego w strefie
TCC	– całkowity koszt kapitału (<i>total cost of capital</i>)
VBM	– zarządzanie oparte na wartości (<i>Value Based Management</i>)
WACC	– średni ważony koszt kapitału (<i>weighted average cost of capital</i>)
WIG	– Warszawski Indeks Giełdowy
WSA	– Wojewódzki Sąd Administracyjny

Wstęp

Specjalne strefy ekonomiczne funkcjonują w Polsce od 1994 r. Od tamtej pory na stałe wpisały się w system zachęt inwestycyjnych, skutecznie stymulując rozwój przedsiębiorczości i nowych inwestycji. W tym czasie działalność stref wielokrotnie podlegała ocenie pod względem ich efektywności, jednak przeważnie ocena przybierała perspektywę makroekonomiczną, podsumowującą wpływ stref na gospodarkę narodową. Natomiast dużo mniej uwagi poświęca się ocenie efektów działania stref z perspektywy mikroekonomicznej, tj. weryfikacji wpływu strefy na sytuację finansową danego przedsiębiorstwa działającego w jej ramach.

Dla przedsiębiorców główną korzyścią z tytułu funkcjonowania w strefie jest zwolnienie z podatku dochodowego – od osób prawnych lub fizycznych, w zależności od formy prowadzenia działalności przez danego przedsiębiorcę. Wartość zwolnienia jest uwzględniana przez te przedsiębiorstwa w rachunku opłacalności inwestycji, na podstawie którego podejmują one decyzję o rozpoczęciu danej inwestycji i ulokowaniu jej w specjalnej strefie ekonomicznej. W związku z powyższym możliwość oszacowania przez przedsiębiorstwa rzeczywistej korzyści z tytułu zwolnienia z podatku dochodowego w specjalnej strefie ekonomicznej jest niezbędna do podjęcia przez nie racjonalnej decyzji o rozpoczęciu działalności w specjalnej strefie ekonomicznej.

Zasady kalkulacji wartości pomocy publicznej udzielanej w różnych formach, w tym w formie zwolnienia z podatku dochodowego, wynikają z przepisów dotyczących pomocy publicznej. Równocześnie, ze względu na formę pomocy publicznej w specjalnych strefach ekonomicznych udzielanej jako zwolnienie z podatku dochodowego, na wartość tego zwolnienia mają wpływ również przepisy podatkowe i ich wykładnia dokonywana przez organy podatkowe i sądownie w interpretacjach podatkowych i orzecznictwie. W praktyce okazuje się często, że wartość uzyskanej pomocy w formie zwolnienia podatkowego ustalona na podstawie przepisów podatkowych i orzecznictwa odbiega od wartości pomocy określonej zgodnie z przepisami o pomocy publicznej.

W związku z powyższym pojawiła się potrzeba usystematyzowania tematu wartości pomocy publicznej w formie zwolnienia z podatku dochodowego w specjalnych strefach ekonomicznych. Ponadto z perspektywy osób zarządzających przedsiębiorstwami kluczowe jest posiadanie narzędzia, które pozwoli im na oszacowanie rzeczywistej wartości korzyści finansowej z tytułu zwolnienia z podatku dochodowego w strefie. W niniejszej pracy podjęto próbę opracowania metody szacowania tej wartości.

Przedmiotem rozważań było ustalenie, czy uzyskanie pomocy publicznej w specjalnej strefie ekonomicznej w formie zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych prowadzi do wzrostu wartości przedsiębiorstwa. W tym kontekście celem głównym pracy było opracowanie praktycznego narzędzia dla przedsiębiorców strefowych pozwalającego na pomiar rzeczywistej korzyści wynikającej ze zwolnienia podatkowego w strefie. Natomiast celem pomocniczym była ocena wpływu różnic pomiędzy zasadami kalkulacji wartości pomocy publicznej w formie zwolnienia strefowego ustalonymi w przepisach a regułami wynikającymi ze stanowisk organów podatkowych i orzecznictwa sądowego na zmianę wartości przedsiębiorstwa.

W ramach celu głównego dokonano adaptacji modelu ekonomicznej wartości dodanej (*EVA*), tak by wypracować metodę szacowania wartości pomocy publicznej w specjalnych strefach ekonomicznych w formie zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych z perspektywy przedsiębiorstwa. Następnie opracowana metoda podlegała walidacji poprzez jej zastosowanie do estymowania wartości pomocy publicznej w formie zwolnienia strefowego w wybranych przedsiębiorstwach (studia przypadków).

Warto nadmienić, że specjalne strefy ekonomiczne w pierwotnym kształcie funkcjonują do końca 2026 r., ponieważ w 2018 r. wprowadzono nowy system udzielania zachęt przedsiębiorstwom w formie zwolnienia z podatku dochodowego na podstawie ustawy o wspieraniu nowych inwestycji. Pierwsi przedsiębiorcy korzystający ze zwolnienia podatkowego na nowych zasadach mają nadal bardzo ograniczoną historię, która jest niewystarczająca dla kompleksowej analizy. W rezultacie w niniejszej pracy skoncentrowano się na ocenie efektów dla przedsiębiorców działających w pierwotnym systemie, z uwagi na wystarczającą perspektywę czasową pozwalającą na ocenę skutków w dłuższym okresie.

W świetle powyższego, należy podkreślić, że główne różnice pomiędzy nowym a poprzednim systemem zachęt dotyczą zasad ubiegania się o zwolnienia podatkowe. Nowy system pozwala na skorzystanie z tej preferencji w każdej lokalizacji w Polsce pod warunkiem spełnienia odpowiednich kryteriów podzielonych na kryteria ilościowe i jakościowe, podczas gdy w poprzednim systemie ta możliwość była ograniczona do konkretnych obszarów terytorialnych. Natomiast zasady korzystania ze zwolnienia, w szczególności w zakresie sposobu kalkulacji przysługującej wartości pomocy publicznej oraz sposobu rozliczeń podatkowych, w nowym systemie działają analogicznie jak w poprzednim. W rezultacie można stwierdzić, że opisana w niniejszej pracy metoda jest adekwatna i będzie mogła być stosowana do zwolnienia uzyskiwanego na podstawie ustawy o wspieraniu nowych inwestycji, mimo iż została opracowana na podstawie zasad i przykładów związanych z działalnością w specjalnych strefach ekonomicznych. Równocześnie wnioski z badań przeprowadzonych z wykorzystaniem opracowanej metody będą mogły określać kierunek przyszłych

zmian w zakresie zasad ustalania wartości pomocy publicznej w legislacji, piśmiennictwie i orzecznictwie dotyczącym nowego systemu zachęt.

Dodatkowo zaproponowana metoda potencjalnie może znaleźć zastosowanie również do innych form pomocy publicznej, takich jak dotacje, subwencje, ulgi podatkowe czy preferencyjne kredyty lub pożyczki. Stąd w opracowanej metodzie posłużono się ogólnym sformułowaniem: wartość pomocy publicznej netto (*PANV – public aid net value*), aby podkreślić jej uniwersalność. Niemniej jednak aplikacja proponowanej metody do innych form pomocy powinna zostać poprzedzona analogiczną walidacją, jaką przeprowadzono i opisano w niniejszej pracy w odniesieniu do zwolnienia strefowego.

Podobnie warto wyjaśnić, że w części praktycznej praca odnosi się do zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych, co wynika z chęci zachowania spójności wywodu, porównywalności analizowanych przypadków i ograniczenia dodatkowych elementów i uwarunkowań o znikomym wpływie na wnioski końcowe. Podatek dochodowy od osób fizycznych posiada bowiem pewne zasady o odmiennym uregulowaniu niż w przypadku podatku dochodowego od osób prawnych. Warto wskazać, że zgodnie z Informacją o realizacji ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych (stan na 31 grudnia 2024 r.), przygotowaną przez Ministerstwo Rozwoju i Technologii, liczba podatników podatku dochodowego od osób fizycznych korzystających ze zwolnienia w strefie jest generalnie wielokrotnie mniejsza niż podatników podatku dochodowego od osób prawnych (w 2023 r. było to odpowiednio 56 podatników PIT i 642 podatników CIT). Jedynie w latach 2019-2020 zanotowano skokowy wzrost zainteresowania zwolnieniem strefowym wśród podatników podatku PIT (w 2020 r. odpowiednio: 983 podatników PIT i 855 podatników CIT; był to jedyny rok w historii, w którym liczba podatników PIT korzystających ze zwolnienia strefowego przekroczyła liczbę podatników CIT), ale już od 2021 r. liczba podatników PIT stopniowo spadała. W 2023 r. podatnicy PIT stanowili niecałe 10% wszystkich korzystających ze zwolnienia podatkowego z tytułu działalności w specjalnej strefie ekonomicznej czy na podstawie ustawy o wspieraniu nowych inwestycji, a dominującą grupę beneficjentów stanowili podatnicy CIT.

Niezależnie od powyższego, ponieważ zwolnienie podatkowe w strefie jest dostępne zarówno dla spółek kapitałowych, jak i osobowych, w niniejszej pracy podmioty korzystające ze zwolnienia strefowego są nazywane zamiennie „przedsiębiorstwami” lub „przedsiębiorcami”. Warto również wyjaśnić, że w innych publikacjach o tej tematyce często używane są też określenia „inwestor” lub „inwestor strefowy”, z których w niniejszej pracy świadomie zrezygnowano, żeby uniknąć rozpowszechnionych w nauce finansów konotacji z udziałowcami.

W ramach opracowanej metody – opierając się na przyjętym w teorii finansów paradygmacie maksymalizacji wartości rynkowej przedsiębiorstwa – przyjęto, że realizacja inwestycji w specjalnej strefie ekonomicznej jest uzasadniona,

jeśli prowadzi do większego wzrostu wartości przedsiębiorstwa niż realizacja tej samej inwestycji poza strefą. W pracy świadomie pominięto perspektywę otoczenia przedsiębiorstwa wynikającą z teorii interesariuszy, gdyż celem pracy było ustalenie wartości zwolnienia strefowego dla podmiotu (przedsiębiorstwa) z niego korzystającego, a nie dla ogółu społeczeństwa czy wszystkich interesariuszy.

W związku z powyższym proponowaną metodę szacowania wartości pomocy publicznej w formie zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych w specjalnych strefach ekonomicznych oparto na ekonomicznej wartości dodanej (*EVA*) jako mierniku wartości przedsiębiorstwa. Miara ta została wybrana jako najbardziej odpowiednia do kompleksowego odzwierciedlenia wszystkich długoterminowych zjawisk finansowych wynikających z korzystania ze zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych w strefie, m.in. zmiany w wielkości dźwigni operacyjnej, zmiany pozaodsetkowej tarczy podatkowej oraz zmiany dźwigni finansowej. Ponadto – z uwagi na wieloletni charakter zwolnienia podatkowego w strefie – w celu odzwierciedlenia długoterminowej perspektywy w formie zagregowanej i oszacowania sumarycznego wpływu działalności w strefie na wartość przedsiębiorstwa w opracowanej metodzie wykorzystano miarę rynkowej wartości dodanej (*MVA*). Wyniki otrzymane przy wykorzystaniu zaproponowanej w niniejszej pracy metody podlegały następnie porównaniu z wartościami wyliczonymi na podstawie obowiązujących przepisów i zasad dotyczących kalkulacji wartości pomocy publicznej w formie zwolnienia z podatku dochodowego w specjalnej strefie ekonomicznej.

Do badania przy pomocy studiów przypadków wybrano cztery różne przedsiębiorstwa działające w strefie ekonomicznej przez okres nie krótszy niż pięć lat. Wszystkie wyselekcjonowane podmioty działają na terenie Katowickiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej, jednak różnią się w zakresie:

- wielkości podmiotu (trzy podmioty o statusie dużego przedsiębiorcy i jeden o statusie średniego przedsiębiorcy),
- branży (elektromaszynowa, motoryzacyjna, papiernicza i maszynowa),
- daty uzyskania pierwszego zezwolenia na prowadzenie działalności w specjalnej strefie ekonomicznej (1998 r., 2000 r., 2005 r., 2014 r.), a w efekcie – długości okresu korzystania ze zwolnienia podatkowego (6, 14, 17 i 20 lat) oraz rodzaju obowiązujących dany podmiot przepisów,
- liczby posiadanych zezwoleń na prowadzenie działalności na terenie strefy (dwa podmioty z jednym zezwoleniem, jeden podmiot z trzema i jeden z pięcioma zezwoleniami).

Zakres czasowy przeprowadzonego badania obejmował okres zaczynający się od roku otrzymania pierwszego zezwolenia przez dany podmiot. Jeden z badanych podmiotów zakończył korzystanie ze zwolnienia strefowego w 2014 r., drugi w 2018 r. Dla podmiotów nadal korzystających ze zwolnienia strefowego, z uwagi

na znaczące anomalie w danych finansowych występujące z powodu pandemii COVID-19 w 2020 r., podjęto decyzję o wyłączeniu tego roku z badań. W efekcie dla pozostałych dwóch badanych podmiotów analiza zakończyła się na danych za 2019 r.

W związku z powyższym większość aktów prawnych, w szczególności dotyczących specjalnych stref ekonomicznych, została przytoczona w pracy w brzmieniu obowiązującym na 31 grudnia 2019 r.

Niniejsza publikacja jest prezentacją najważniejszych rozważań i wniosków z badań prowadzonych przez autorkę w ramach rozprawy doktorskiej. Może ona stanowić cenną lekturę zarówno dla przedstawicieli środowisk biznesowych, tj. menedżerów zarządzających przedsiębiorstwami rozważającymi ubieganie się o zwolnienie strefowe lub z niego korzystającymi, doradców i analityków, jak i dla przedstawicieli władzy ustawodawczej oraz organów podatkowych, kreujących zasady wykorzystania tego zwolnienia i kalkulacji jego wartości.

Jak już wspomniano, publikacje dotyczące specjalnych stref ekonomicznych dostępne na rynku koncentrują się przeważnie na ocenie funkcjonowania tego instrumentu z perspektywy makroekonomicznej. Nieliczne pozycje książkowe, które przyjmują perspektywę mikroekonomiczną, dotyczą analizy konkretnych regulacji prawnych i przyjętej praktyki w celu minimalizowania ryzyka podatkowego (tzw. komentarze prawniczo-podatkowe). W tym kontekście niniejsza publikacja wypełnia lukę na rynku wydawniczym, przedstawiając aspekty związane z działalnością w specjalnej strefie ekonomicznej z perspektywy ich wpływu na wartość przedsiębiorstwa. Dzięki temu wnioski z tej pracy pomogą osobom zarządzającym w podejmowaniu przez nich świadomych decyzji dotyczących nowych inwestycji i ich ulokowania w strefie.

1. Charakterystyka specjalnych stref ekonomicznych

1.1. Powstanie specjalnych stref ekonomicznych w Polsce

Specjalne strefy ekonomiczne (dalej: strefy) to wyodrębnione organizacyjnie obszary terytorium kraju, w ramach których działalność gospodarcza może być prowadzona na preferencyjnych zasadach. W Polsce strefy zostały powołane do życia w 1994 r., kiedy to weszła w życie ustawa z dnia 20 października 1994 r. o specjalnych strefach ekonomicznych¹. Zgodnie z art. 3 tej ustawy głównym celem stref jest przyspieszenie rozwoju gospodarczego danej części terytorium kraju. Ten cel główny może być realizowany poprzez następujące cele pośrednie:

- 1) rozwój określonych dziedzin działalności gospodarczej,
- 2) rozwój nowych rozwiązań technicznych i technologicznych oraz ich wykorzystanie w gospodarce narodowej,
- 3) rozwój eksportu,
- 4) zwiększenie konkurencyjności wytwarzanych wyrobów i świadczonych usług,
- 5) zagospodarowanie istniejącego majątku przemysłowego i infrastruktury gospodarczej,
- 6) tworzenie nowych miejsc pracy,
- 7) zagospodarowanie niewykorzystanych zasobów naturalnych z zachowaniem zasad równowagi ekologicznej.

Cele te są realizowane poprzez oferowanie przedsiębiorcom terenów inwestycyjnych, na których prowadzona działalność podlega zwolnieniu podatkowemu (głównie w zakresie podatku dochodowego, ale czasem również podatku od nieruchomości).

Zgodnie z art. 4 ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych poszczególne strefy były ustanawiane na podstawie rozporządzeń Rady Ministrów, które musiały określać m.in. nazwę, teren i granice strefy, okres, na jaki ustanawia się strefę, oraz wskazywać podmiot, który będzie zarządzał daną strefą (tzw. zarządzający strefą).

Równocześnie na podstawie art. 9 ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych minister właściwy do spraw gospodarki ustala, w drodze rozporządzenia, plan rozwoju danej strefy, uwzględniając analizę przewidywanych skutków

¹ Ustawa z dnia 20 października 1994 r. o specjalnych strefach ekonomicznych, t.j. Dz. U. 1994, nr 123, poz. 600 z późn. zm.; na koniec okresu objętego badaniem obowiązywała wersja: t.j. Dz. U. 2019, poz. 482 z późn. zm.

społecznych i ekonomicznych ustanowienia strefy². Każdy z planów powinien uwzględniać walory regionu, w którym zlokalizowano strefę, jego zasoby i możliwości rozwojowe i zapewniać przyspieszony wzrost gospodarczy danego regionu³. Plan rozwoju strefy określa w szczególności:

- cele ustanowienia strefy,
- działania służące osiągnięciu tych celów,
- obowiązki zarządzającego dotyczące działań zmierzających do osiągnięcia celów ustanowienia strefy,
- terminy wykonania tych obowiązków.

Najważniejszym celem stref było wydawanie przedsiębiorcom – na podstawie przepisów wykonawczych oraz upoważnienia ministra właściwego do spraw gospodarki – zezwoleń na prowadzenie działalności na terenie specjalnej strefy ekonomicznej, które uprawniają ich do korzystania ze zwolnienia z podatku dochodowego.

Jako pierwsza w Polsce została ustanowiona strefa mielecka na mocy rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 5 września 1995 r. w sprawie ustanowienia specjalnej strefy ekonomicznej w Mielcu⁴, które weszło w życie 7 października 1995 r. W ciągu następnych lat Rada Ministrów utworzyła w sumie 17 specjalnych stref ekonomicznych⁵, ale ze względu na brak planów rozwoju, podjęto decyzję o likwidacji stref mazowieckiej oraz częstochowskiej, natomiast strefy tczewska i żarnowiecka zostały połączone w pomorską specjalną strefę ekonomiczną⁶. W rezultacie obecnie funkcjonuje 14 następujących stref:

- mielecka,
- suwalska,
- katowicka,
- legnicka,
- łódzka,
- wałbrzyska,
- kamiennogórska,
- kostrzyńsko-słubicka,
- słupska,

² Przykładowo dla Katowickiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej w chwili obecnej jest to Rozporządzenie Ministra Gospodarki z dnia 31 sierpnia 2009 r. w sprawie ustalenia planu rozwoju Katowickiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej, Dz. U. 2009, nr 158, poz. 1243.

³ Z. Dobrowolski, *Prawne uwarunkowania funkcjonowania specjalnych stref ekonomicznych w Polsce*, „Studia Lubuskie” 2008, nr 4, s. 206.

⁴ Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 5 września 1995 r. w sprawie ustanowienia specjalnej strefy ekonomicznej w Mielcu, Dz. U. 1995, nr 107, poz. 526 z późn. zm.

⁵ G. Holik, Z. Nowak, *Analiza rozwoju Specjalnej Strefy Ekonomicznej Euro-Park Mielec*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie” 2004, nr 651, s. 158.

⁶ T. Rycharski, *Nowe regulacje prawne wsparcia przedsiębiorców przez specjalne strefy ekonomiczne w Polsce*, „Prace Naukowe Wyższej Szkoły Zarządzania i Przedsiębiorczości w Wałbrzychu” 2018, nr 46(2), s. 199.

- starachowicka,
- tarnobrzaska,
- pomorska,
- warmińsko-mazurska,
- krakowska.

Ostatnia z utworzonych stref – krakowska – została powołana 1 stycznia 1998 r., kiedy weszło w życie rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 14 października 1997 r. w sprawie ustanowienia specjalnej strefy ekonomicznej w Krakowie⁷.

Pierwotnie każda z tych stref była ustanowiona na okres 20 lat od momentu jej utworzenia, czyli ich działalność miała się skończyć w latach 2015-2017. Wyjątek stanowiła krakowska specjalna strefa ekonomiczna, która – jako park technologiczny – została powołana na 12 lat, ale w 2000 r. jej istnienie przedłużono do 20 lat⁸. W 2008 r. okres funkcjonowania wszystkich stref został przedłużony do 31 grudnia 2020 r. na podstawie ustawy z dnia 30 maja 2008 r. o zmianie ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych⁹.

Co do zasady, w myśl art. 5 ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych, strefa mogła powstać jedynie na gruntach należących do zarządzającego strefą, Skarbu Państwa, jednoosobowej spółki Skarbu Państwa, jednostki samorządu terytorialnego albo związku komunalnego lub na gruntach będących w użytkowaniu wieczystym zarządzającego strefą albo jednoosobowej spółki Skarbu Państwa. W drodze wyjątku jednak statusem strefy mogły zostać również objęte tereny pozostające w posiadaniu lub użytkowaniu wieczystym innych podmiotów niż wymienione powyżej (w szczególności podmiotów prywatnych), ale możliwość ta była przewidziana głównie dla inwestycji o dużej skali lub w ramach pożądaných sektorów¹⁰. Łączny obszar zajęty przez wszystkie strefy w Polsce zgodnie z art. 5a ust. 1 ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych nie mógł przekroczyć 25 000 ha¹¹. W chwili obecnej strefy zajmują w rzeczywistości 22 949,5 ha¹².

⁷ Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 14 października 1997 r. w sprawie ustanowienia specjalnej strefy ekonomicznej w Krakowie, Dz. U. 1997, nr 135, poz. 912 z późn. zm.

⁸ Na podstawie § 1 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 grudnia 2000 r. zmieniającego rozporządzenie w sprawie ustanowienia specjalnej strefy ekonomicznej w Krakowie, Dz. U. 2000, nr 115, poz. 1199.

⁹ Ustawa z dnia 30 maja 2008 r. o zmianie ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych, Dz. U. 2008, nr 118, poz. 746.

¹⁰ Szczegółowe kryteria w tym zakresie zostały zdefiniowane w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 10 grudnia 2008 r. w sprawie kryteriów, których spełnienie umożliwia objęcie niektórych gruntów specjalną strefą ekonomiczną, t.j. Dz. U. 2015, poz. 1473.

¹¹ L. Piersiała, *Skuteczność specjalnych stref ekonomicznych w kontekście rozwoju społeczno-gospodarczego*, „Zeszyty Naukowe Politechniki Poznańskiej” 2018, nr 76, s. 219.

¹² Ministerstwo Rozwoju i Technologii, *Informacja o realizacji ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych*, stan na 31 grudnia 2024 r., Warszawa 2025, s. 3, <https://orka.sejm.gov.pl/Druki9ka.nsf/0/98ACBF754CC17A8FC12586EA0047306E/%24File/1244.pdf> (dostęp: 1.07.2025).

Strefy ekonomiczne w opisanym powyżej kształcie funkcjonowały ponad 20 lat. W 2018 r. zdecydowano się znacznie zmodyfikować zasady ich działalności. W tym celu przyjęto ustawę z dnia 10 maja 2018 r. o wspieraniu nowych inwestycji¹³, która wprowadziła nowy system udzielania przedsiębiorcom dokonującym inwestycji zachęt w formie zwolnienia z podatku dochodowego. Najważniejszą zmianą w nowym systemie jest możliwość uzyskania zwolnienia od podatku dochodowego niezależnie od miejsca realizacji inwestycji. Dokumentem uprawniającym do zwolnienia podatkowego w nowym systemie jest decyzja o wsparciu, która jest odpowiednikiem zezwolenia strefowego. W odróżnieniu od wcześniejszego systemu, w którym nie było określonych wymaganych parametrów inwestycji¹⁴, w nowych przepisach zdefiniowano zestaw kryteriów, które należy spełnić w celu uzyskania decyzji o wsparciu. Kryteria te dzielą się na ilościowe (wskazujące minimalną wartość kosztów kwalifikowanych) i jakościowe.

Od momentu wprowadzenia nowego systemu zezwolenia na prowadzenie działalności na terenie specjalnej strefy ekonomicznej nie są już wydawane. Natomiast przedsiębiorcy posiadający wydane wcześniej zezwolenia mogą z nich korzystać na niezmiennych zasadach do końca 2026 r.

Pomimo wielu zmian w sposobie i warunkach przyznawania zwolnienia nowy system oferuje dokładnie taką samą formę i zasady korzystania z ulgi podatkowej. W związku z powyższymi wynikami i wnioskami z badania dotyczącego wpływu zwolnienia podatkowego na sytuację finansową przedsiębiorstw przeprowadzone na podstawie przedsiębiorstw posiadających zezwolenia będą również adekwatne do przedsiębiorstw działających w nowym systemie w oparciu o decyzję o wsparciu. Natomiast przeprowadzenie szczegółowych badań na podstawie sytuacji takich przedsiębiorstw w tym momencie nie gwarantowałoby reprezentatywności wyników, gdyż okres korzystania przez nich ze zwolnienia jest zbyt krótki – pierwsi przedsiębiorcy uzyskali decyzje o wsparciu w nowym systemie w drugiej połowie 2018 r. W konsekwencji w dalszej części pracy skoncentrowano się na przedsiębiorcach prowadzących działalność na podstawie zezwoleń.

Sumarycznie we wszystkich strefach od początku ich funkcjonowania wydano 4 302 zezwolenia, z czego – według stanu na koniec 2024 r. – 2 392 zostało wyłączonych z obrotu prawnego w związku z ich cofnięciem, wygaśnięciem, stwierdzeniem nieważności bądź uchYLENIEM. Przedsiębiorcy strefowi ponieśli 167 164,63 mln zł nakładów inwestycyjnych i utworzyli 251 188 nowych miejsc pracy¹⁵.

¹³ Ustawa z dnia 10 maja 2018 r. o wspieraniu nowych inwestycji, aktualnie obowiązujący t.j. Dz. U. 2025, poz. 469.

¹⁴ Z wyjątkiem wymogu poniesienia minimalnych nakładów inwestycyjnych o wartości 100 tys. euro zgodnie z § 6 pkt 8 Rozporządzenia Rady Ministrów z 10 grudnia 2008 r. w sprawie pomocy publicznej udzielanej przedsiębiorcom działającym na podstawie zezwolenia na prowadzenie działalności gospodarczej na terenach specjalnych stref ekonomicznych, t.j. Dz. U. 2019, poz. 121.

¹⁵ Ministerstwo Rozwoju i Technologii, *Informacja o realizacji ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych*, stan na 31 grudnia 2024 r. Op. cit.

Regulacje krajowe dotyczące specjalnych stref ekonomicznych ulegały wielokrotnym zmianom, z których największa wynikała z przystąpienia Polski do Unii Europejskiej i konieczności dostosowania zasad udzielanego zwolnienia podatkowego do wspólnotowego systemu pomocy regionalnej. W poniższym podrozdziale zaprezentowano związaną z tym ewolucję otoczenia regulacyjnego, w szczególności jego zmienność i niepewność dotyczącą ostatecznych rozwiązań i zakresu ich obowiązywania zarówno w sensie podmiotowym, jak i czasowym.

1.2. Harmonizacja krajowych regulacji w zakresie pomocy w strefach ze wspólnotowym systemem pomocy regionalnej

Pomoc publiczna w Unii Europejskiej jest co do zasady zabroniona, o czym stanowi art. 107 ust. 1 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej¹⁶. Zgodnie z tym przepisem wszelka pomoc przyznawana przez państwo członkowskie lub przy użyciu zasobów państwowych w jakiejkolwiek formie, która zakłóca lub grozi zakłóceniem konkurencji poprzez sprzyjanie niektórym przedsiębiorstwom lub produkcji niektórych towarów, jest niezgodna z rynkiem wewnętrznym w zakresie, w jakim wpływa na wymianę handlową między państwami członkowskimi. Mimo braku formalnej definicji pomocy publicznej w prawodawstwie Unii Europejskiej, na podstawie powyższego przepisu można wskazać pewne cechy pomocy, których łączne spełnienie powoduje, że jest ona zakazana. Generalnie można podsumować, że w Unii Europejskiej zabronione jest udzielanie przedsiębiorstwom pomocy, która spełnia łącznie poniższe przesłanki:

- a) jest udzielana przez państwo członkowskie lub przy użyciu zasobów państwowych,
- b) zniekształca konkurencję lub grozi jej zniekształceniem,
- c) prowadzi do uprzywilejowania niektórych przedsiębiorstw lub produkcji niektórych towarów (selektywność),
- d) wpływa negatywnie na wymianę handlową pomiędzy krajami członkowskimi¹⁷.

W świetle powyższego należy stwierdzić, że zwolnienie podatkowe z tytułu działalności na terenie specjalnej strefy ekonomicznej stanowi pomoc publiczną, gdyż¹⁸:

¹⁶ Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, t.j. Dz. Urz. UE C 202 z 7.6.2016, s. 1.

¹⁷ Pkt 9-12 Obwieszczenia Komisji w sprawie stosowania reguł pomocy publicznej do środków związanych z bezpośrednim opodatkowaniem działalności gospodarczej, Dz. Urz. UE C 384 z 10.12.1998; *Pomoc publiczna dla przedsiębiorców. Wybrane zagadnienia. Perspektywa podmiotu udzielającego pomocy i jej beneficjenta w Polsce*, red. A. Ambroziak, K. Pamuła-Wróbel, R. Zenc, WoltersKluwer, Warszawa 2020, s. 26.

¹⁸ A. Jankowska, *Pomoc publiczna dla przedsiębiorstw w świetle uregulowań wspólnotowych: zasady i ograniczenia udzielania*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2005, s. 7.

- 1) jest udzielane przez organy administracji państwowej (ministra właściwego do spraw gospodarki) ze środków krajowych (niezapłacony podatek dochodowy stanowi utracone wpływy budżetu państwa),
- 2) wzmacnia pozycję jednego z uczestników rynku względem jego konkurentów poprzez obniżenie kosztów danej inwestycji, co zniekształca lub przynajmniej grozi zniekształceniem konkurencji,
- 3) jest dostępne jedynie dla wybranych podmiotów, a mianowicie tych, które zlokalizują swoją działalność na terenie strefy (selektywność geograficzna), przeprowadzą inwestycję spełniającą podstawowe kryteria (selektywność przedmiotowa) i uzyskają zezwolenie strefowe (selektywność podmiotowa), czyli prowadzi do uprzywilejowania niektórych przedsiębiorstw,
- 4) wpływa negatywnie na wymianę handlową pomiędzy krajami członkowskimi – z uwagi na wysoki stopień integracji rynkowej w ramach Unii Europejskiej przyjmuje się, że obecnie praktycznie każdy środek pomocy ma negatywny wpływ na wymianę handlową, nawet jeśli dane przedsięwzięcie nie dotyczy bezpośrednio wewnątrzwspólnotowej wymiany towarów i usług. Przykładowo udzielenie pomocy publicznej producentowi krajowemu, który nie jest zaangażowany w żaden sposób w międzynarodową wymianę handlową, może prowadzić do zmniejszenia opłacalności eksportu do danego kraju tych samych lub substytucyjnych dóbr przez konkurentów z innych państw członkowskich.

Jednakże Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej w art. 107 ust. 2 i 3 wprowadza wiele wyjątków od powyższej reguły ogólnej zabraniającej udzielania pomocy publicznej w Unii Europejskiej.

Zwolnienie podatkowe udzielane w specjalnych strefach ekonomicznych stanowi regionalną pomoc inwestycyjną udzielaną na podstawie art. 107 ust. 3 lit. a) Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (pomoc przeznaczona na sprzyjanie rozwojowi gospodarczemu regionów, w których poziom życia jest nienormalnie niski, lub regionów, w których istnieje poważny stan niedostatecznego zatrudnienia) oraz od 2014 r. w niektórych regionach na podstawie art. 107 ust. 3 lit. c) Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (pomoc przeznaczona na ułatwianie rozwoju niektórych działań gospodarczych lub niektórych regionów gospodarczych, o ile nie zmienia warunków wymiany handlowej w zakresie sprzecznym ze wspólnym interesem).

Doprecyzowanie, jakie regiony należy uznać za wyżej wskazane regiony, znajduje się w wytycznych przyjętych na daną perspektywę finansową Unii Europejskiej (tj. 7-letni okres budżetowania). Za regiony objęte pomocą na podstawie art. 107 ust. 3 lit. a) Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej uznaje się regiony posiadające produkt krajowy brutto *per capita*, mierzony według standardu siły nabywczej, niższy niż 75% średniego PKB *per capita* w całej Unii Europejskiej. Wskaźniki PKB ustalane są przez Urząd Statystyczny

Wspólnot Europejskich (Eurostat). Równocześnie zgodnie z zapisami wytycznych intensywność pomocy musi być odpowiednio dostosowana do charakteru i nagromadzenia problemów regionalnych, którym ma zaradzić, co oznacza, że im wyższy poziom rozwoju w danym regionie, tym dopuszczalna jest niższa wartość pomocy. Natomiast za regiony objęte pomocą na podstawie art. 107 ust. 3 lit. c) Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej uznaje się regiony, które jeszcze niedawno były objęte pomocą na podstawie art. 107 ust. 3 lit. a) Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej oraz obszary słabo zaludnione.

Szczegółowe warunki, które musi spełnić pomoc regionalna, aby została uznana za zgodną z zasadami dotyczącymi wspólnego rynku, zostały określone w wytycznych w sprawie krajowej pomocy regionalnej przyjmowanych na każdą perspektywę finansową Unii Europejskiej¹⁹ oraz odpowiednim rozporządzeniu Komisji²⁰.

Warto zauważyć, że w momencie powołania specjalnych stref ekonomicznych do życia proces integracji Polski z Unią Europejską nie został jeszcze rozpoczęty. Pomoc publiczna udzielana w formie zwolnienia podatkowego w strefach była zatem regulowana wyłącznie na szczeblu krajowym i nie uwzględniała powyższych ograniczeń obowiązujących w Unii Europejskiej w zakresie pomocy publicznej.

Szczegółowe zasady korzystania ze zwolnienia z podatku dochodowego w strefie były określone w rozporządzeniach w sprawie powołania poszczególnych specjalnych stref ekonomicznych. Zgodnie z tymi przepisami²¹ w brzmieniu obowiązującym w pierwszych latach działalności stref przedsiębiorcy strefowi mieli prawo do zwolnienia z podatku dochodowego w zakresie dochodu uzyskanego z działalności gospodarczej określonej w zezwoleniu w okresie 10 lat od dnia rozpoczęcia przez podmiot działalności gospodarczej na terenie strefy. Wartość zwolnienia była uzależniona od kwoty wydatków inwestycyjnych lub liczby zatrudnionych pracowników. Jednak po przekroczeniu pewnej

¹⁹ Wytyczne w sprawie krajowej pomocy regionalnej, Dz. Urz. UE C 74 z 10.03.1998, s. 9; Wytyczne w sprawie krajowej pomocy regionalnej na lata 2007-2013, Dz. Urz. UE C 54 z 4.03.2006, s. 13; Wytyczne w sprawie pomocy regionalnej na lata 2014-2020, Dz. Urz. UE C 209 z 23.7.2013, s. 1; Wytyczne w sprawie regionalnej pomocy państwa, Dz. Urz. UE C 153 z 29.04.2021, s. 1.

²⁰ Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1628/2006 z dnia 24 października 2006 r. w sprawie stosowania art. 87 i 88 Traktatu w odniesieniu do regionalnej pomocy inwestycyjnej, Dz. Urz. UE L 302 z 1.11.2006, s. 29; Rozporządzenie Komisji (WE) nr 800/2008 z dnia 6 sierpnia 2008 r. uznające niektóre rodzaje pomocy za zgodne ze wspólnym rynkiem w zastosowaniu art. 87 i 88 Traktatu (ogólne rozporządzenie w sprawie wyłączeń blokowych), Dz. Urz. UE L 214 z 9.08.2008, s. 1; Rozporządzenie Komisji (UE) nr 651/2014 z dnia 17 czerwca 2014 r. uznające niektóre rodzaje pomocy za zgodne z rynkiem wewnętrznym w zastosowaniu art. 107 i 108 Traktatu, Dz. Urz. UE L 187 z 26.06.2014, s. 1.

²¹ Przykładowo dla Katowickiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej § 5 i 6 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 18 czerwca 1996 r. w sprawie ustanowienia specjalnej strefy ekonomicznej w województwie katowickim, Dz. U. 1996, nr 88, poz. 397.

wartości poniesionych nakładów lub pewnej liczby zatrudnionych pracowników ustalonych odrębnie dla każdej ze stref podmiot uzyskiwał prawo do całkowitego (nieograniczonego co do wartości) zwolnienia z podatku dochodowego. Ten próg uprawniający do całkowitego zwolnienia podatkowego w przypadku nakładów inwestycyjnych wynosił w różnych strefach od 350 tys. do 2 mln ECU²², natomiast w zakresie liczby pracowników – od 40 do 100 osób. Jednak przykładowo w Krakowskiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej obowiązywał wyłącznie próg dotyczący wartości poniesionych nakładów²³. Natomiast po upływie 10 lat od rozpoczęcia działalności przez przedsiębiorcę strefowego powyższe zasady stosowało się nadal, ale kwota zwolnienia w każdym roku podatkowym nie mogła przekroczyć połowy dochodu z danego roku uzyskanego przez przedsiębiorcę z działalności gospodarczej określonej w zezwoleniu.

Oprócz ulg w zakresie podatku dochodowego, przedsiębiorcom strefowym przysługiwało również zwolnienie z podatku od nieruchomości. Zgodnie z art. 23 ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych oraz art. 7 w ust. 1 pkt 12 ustawy z dnia 12 stycznia 1991 r. o podatkach i opłatach lokalnych²⁴ zwolnieniu z podatku od nieruchomości podlegały grunty, budowle i budynki położone na terenie specjalnej strefy ekonomicznej, które służyły do prowadzenia, na podstawie zezwolenia, działalności gospodarczej na terenie strefy.

W 1999 r. rozpoczęto negocjacje przedakcesyjne i w związku z planowaną integracją Polski z Unią Europejską powstała potrzeba włączenia pomocy udzielanej w strefach w ramy pomocy regionalnej i dostosowania przepisów krajowych do zasad wspólnotowych.

W pierwszej kolejności zmieniono przepisy dla podmiotów dopiero rozpoczynających działalność w strefach, wprowadzając dla nich zasady zgodne z systemem wspólnotowym. Dnia 1 stycznia 2001 r. weszła w życie ustawa z dnia 30 czerwca 2000 r. o warunkach dopuszczalności i nadzorowaniu pomocy publicznej dla przedsiębiorców²⁵ oraz ustawa z dnia 16 listopada 2000 r. o zmianie ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych oraz o zmianie niektórych ustaw²⁶. Na podstawie tych aktów prawnych wartość zwolnienia podatkowego

²² ECU (European Currency Unit) – europejska jednostka walutowa używana w celach rozrachunkowo-ewidencyjnych przez instytucje Unii Europejskiej do 1 stycznia 1999 r., kiedy została zastąpiona euro przy użyciu następującego przelicznika 1 ECU = 1 euro.

²³ A. Ambroziak, *Instrumenty podatkowe w specjalnych strefach ekonomicznych – przykład pomocy publicznej wspierającej konkurencyjność polskich regionów*, „Studia i Materiały Podyplomowych Studiów Master of Business Administration na Uniwersytecie Gdańskim” 2004, nr 3, s. 13-14.

²⁴ Ustawa z dnia 12 stycznia 1991 r. o podatkach i opłatach lokalnych, Dz. U. 1991, nr 9, poz. 31 z późn. zm.

²⁵ Ustawa z dnia 30 czerwca 2000 r. o warunkach dopuszczalności i nadzorowaniu pomocy publicznej dla przedsiębiorców, Dz. U. 2000, nr 60, poz. 704.

²⁶ Ustawa z dnia 16 listopada 2000 r. o zmianie ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych i niektórych ustaw, Dz. U. 2000, nr 117, poz. 1228 z późn. zm.

udzielanego przedsiębiorcom, którzy uzyskiwali zezwolenia strefowe od 2001 r., została ograniczona tzw. intensywnością pomocy, wyrażoną jako wartość procentowa w stosunku do poniesionych przez przedsiębiorcę kosztów związanych z inwestycją. Od tamtego momentu poziom intensywności przysługujący danemu przedsiębiorcy jest uzależniony od lokalizacji inwestycji objętej zezwoleniem strefowym oraz od wielkości przedsiębiorstwa. Poziomy intensywności pomocy strefowej są zgodne z progami ustalonymi przez Unię Europejskiej w ramach tzw. mapy pomocy regionalnej dla Polski obowiązującej w danej perspektywie finansowej Unii Europejskiej. W związku z powyższym w latach 2001-2006 poziom intensywności pomocy strefowej wynosił od 30% do 65% (w latach 2007-2013 – od 30% do 70%, w latach 2014-2021 – od 10% do 70%, a od 2022 r. – od 0% do 70%). W 2007 r. zniesiono automatyczne zwolnienia z podatku od nieruchomości dla wszystkich przedsiębiorców działających na podstawie zezwoleń w strefach²⁷.

Natomiast warunki dotyczące przedsiębiorców działających w strefach przed 2001 r. podlegały długim i burzliwym negocjacjom. Ostateczny kształt wynegocjowanych rozwiązań został zawarty w rozdziale 5 „Polityka konkurencji” załącznika XII do Aktu dotyczącego warunków przystąpienia oraz dostosowań w Traktatach stanowiących podstawę Unii Europejskiej²⁸ (stanowiącego część tzw. traktatu akcesyjnego). Do krajowego porządku prawnego ustalenia te zostały wprowadzone ustawą z dnia 2 października 2003 r. o zmianie ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych i niektórych ustaw²⁹ (dalej: ustawa nowelizująca), która zaczęła obowiązywać w dniu akcesji Polski do Unii Europejskiej (1 maja 2004 r.).

W efekcie negocjacji udało się uzyskać przyzwoleń Komisji Europejskiej na utrzymanie dotychczasowych przywilejów w pierwotnym kształcie dla przedsiębiorców, którzy w dniu akcesji Polski do Unii Europejskiej mieli status małych lub średnich³⁰. Jednak przywileje te obowiązywały tylko do końca 2010 r. w przypadku średnich przedsiębiorców i do końca 2011 r. w przypadku małych przedsiębiorców.

Natomiast w stosunku do dużych przedsiębiorców, którzy działają na rynku międzynarodowym i których nadmierne uprzywilejowanie może grozić zakłóceniem konkurencji, konieczna okazała się zmiana zasad udzielania zwolnienia

²⁷ S. Laskowski, *Zasady ustanawiania i funkcjonowania specjalnych stref ekonomicznych*, „Kontrola Państwa” 2007, nr 3, s. 86.

²⁸ Akt dotyczący warunków przystąpienia oraz dostosowań w Traktatach stanowiących podstawę Unii Europejskiej, Dz. Urz. UE L 236 z 23.09.2003, s. 33.

²⁹ Ustawa z dnia 2 października 2003 r. o zmianie ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych i niektórych ustaw, Dz. U. 2003, nr 188, poz. 1840 z późn. zm.

³⁰ W rozumieniu Załącznika I do Rozporządzenia Komisji (WE) nr 70/2001 z dnia 12 stycznia 2001 r. w sprawie zastosowania art. 87 i 88 Traktatu WE w odniesieniu do pomocy państwa dla małych i średnich przedsiębiorstw, Dz. Urz. UE L 10 z 13.01.2001, s. 33.

strefowego poprzez ograniczenie wartości pomocy publicznej i skorelowanie jej z poziomem poniesionych nakładów inwestycyjnych. Dla tych przedsiębiorców w art. 5 ust. 2 pkt 1 ustawy nowelizującej przyjęto co do zasady intensywność pomocy na poziomie 75% poniesionych nakładów. Jednak specjalny, obniżony poziom intensywności zastosowano w stosunku do przedsiębiorców, którzy uzyskali zezwolenia tuż przed planowaną zmianą zasad udzielania pomocy w strefach, wprowadzoną 1 stycznia 2001 r., gdyż zakładano, że działali w złej wierze³¹. W konsekwencji duże przedsiębiorstwa, które otrzymały zezwolenie w 2000 r., mają prawo do zwolnienia strefowego nieprzekraczającego 50% poniesionych nakładów.

Oprócz powyższych poziomów intensywności, przyjęto również wiele szczegółowych zapisów dotyczących sposobu ustalania wartości pomocy publicznej przez dużych przedsiębiorców z zezwoleniami sprzed 2001 r. Przede wszystkim w art. 5 ust. 2 pkt 3 tej ustawy wskazano, że przy ustalaniu dopuszczalnej wielkości pomocy publicznej uwzględnia się wyłącznie wartość pomocy publicznej uzyskanej przez przedsiębiorcę od 1 stycznia 2001 r., z wyłączeniem pomocy publicznej wynikającej z deklaracji podatkowej złożonej za 2000 r. (składanej do końca marca 2001 r.). Oznacza to, że ograniczenie wartościowe dotyczy wyłącznie pomocy otrzymanej po zmianie ogólnych zasad udzielania pomocy strefowej, a pomoc otrzymana wcześniej pozostaje poza kontrolą. Dodatkowo wskazano, że do określenia wielkości pomocy publicznej z tytułu zwolnienia z podatku dochodowego przyjmuje się dochód uzyskany z działalności gospodarczej prowadzonej na terenie strefy w ramach zezwolenia, pomniejszony o równowartość strat poniesionych na tej działalności przez przedsiębiorcę.

Warto jednak zwrócić uwagę, że opisana zmiana zasad udzielania pomocy w strefach dla przedsiębiorców w trakcie ich działalności w strefie wiązała się dla strony polskiej z ryzykiem sporów z przedsiębiorcami strefowymi. Wprawdzie większość rozporządzeń ustanawiających strefy zawierała zapis, zgodnie z którym przyznane zwolnienia z podatku dochodowego i preferencje mogą ulec zmianie w celu ich dostosowania do zasad wspólnotowych³², jednak art. 13 ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych stanowił, że zwolnienia i preferencje ustalone przez Radę Ministrów nie mogą ulec pogorszeniu. W rezultacie obawiano się, że wprowadzone zmiany zasad mogą zostać uznane przez Trybunał Konstytucyjny za naruszenie praw nabytych i spowodować roszczenia wobec Skarbu Państwa o zwrot utraconych korzyści.

³¹ A. Ambroziak, op. cit., s. 19.

³² A. Ryszkiewicz, *Dostosowanie regulacji w zakresie specjalnych stref ekonomicznych w Polsce do standardów UE*, „Zeszyty Naukowe Kolegium Gospodarki Światowej Szkoły Głównej Handlowej” 1999, t. 7, s. 151-152.

W związku z powyższym w ustawie nowelizującej wprowadzono rozwiązanie, które miało na celu zminimalizowanie powyższego ryzyka. Rozwiązaniem tym była procedura konwersji zezwolenia polegająca na dobrowolnym poddaniu się przez przedsiębiorców nowym zasadom wynikającym z tej ustawy w zamian za określone przywileje. Procedura zakładała złożenie wniosku przez przedsiębiorcę do ministra właściwego do spraw gospodarki o zmianę zezwolenia polegającą na zastosowaniu do niego przepisów dotyczących zwolnień podatkowych określonych w art. 5 tej ustawy w miejsce przepisów strefowych obowiązujących przed 2001 r. Oczywiście z dniem 1 maja 2004 r. zasady wynikające z art. 5 ustawy nowelizującej zaczęły obowiązywać wszystkich przedsiębiorców strefowych z zezwoleniami wydanymi przed 2001 r. *ex lege*, jednakże złożenie wniosku o konwersję przez przedsiębiorcę uniemożliwiałoby mu roszczenia z tytułu naruszenia praw nabytych, skoro dobrowolnie wnioskował o ich zastosowanie. Wnioski o konwersję mogły być składane do końca 2007 r., a zachętę do poddania się temu trybowi miały stanowić określone przywileje dostępne wyłącznie przedsiębiorcom z tzw. skonwertowanymi zezwoleniami (obejmujące możliwość zmiany warunków zezwolenia, prawo do korzystania z dotacji z tzw. Funduszu Strefowego czy zwolnienie z podatku od nieruchomości).

W rezultacie dostosowania zasad udzielania pomocy w strefach do reguł wspólnotowych wydzieliły się niejako dwa odrębne reżimy prawne obowiązujące przedsiębiorców w zależności od daty wydania im zezwolenia. Przedsiębiorców z zezwoleniami sprzed 2001 r. obowiązują generalnie przepisy ustawy nowelizującej. Natomiast przedsiębiorcy z zezwoleniami wydanymi począwszy od 2001 r. powinni stosować reguły wynikające z obowiązujących w momencie wydania im zezwolenia przepisów krajowych i wspólnotowych, zmienianych wraz z rozporządzeniem każdej kolejnej perspektywy finansowej w Unii Europejskiej.

Należy jednak zauważyć, że – niezależnie od powyższego podziału na odrębne reżimy prawne – przepisy dotyczące stref ulegały w międzyczasie bardzo częstym zmianom. Przykładowo początkowo szczegółowe zasady prowadzenia działalności na terenie stref były zawarte dla każdej ze stref odrębnie w rozporządzeniu dotyczącym jej ustanowienia, mimo że rozporządzenia te zawierały w większości analogiczne regulacje. Dopiero z początkiem 2009 r. weszło w życie jedno wspólne rozporządzenie dla wszystkich stref – rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 10 grudnia 2008 r. w sprawie pomocy publicznej udzielanej przedsiębiorcom działającym na podstawie zezwolenia na prowadzenie działalności gospodarczej na terenach specjalnych stref ekonomicznych³³ (dalej: rozporządzenie w sprawie pomocy publicznej w strefach), a w rozporządzeniach

³³ Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 10 grudnia 2008 r. w sprawie pomocy publicznej udzielanej przedsiębiorcom działającym na podstawie zezwolenia na prowadzenie działalności gospodarczej na terenach specjalnych stref ekonomicznych, Dz. U. 2008, nr 232, poz. 1548 z późn.zm.; wersja obowiązująca na koniec okresu objętego badaniem: tj. Dz. U. 2019, poz. 121.

ustanawiających poszczególne strefy pozostawiono zapisy specyficzne dla danych stref. Do tego czasu (tj. do 2008 r.) tekst pierwotny ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych podlegał aż czternastu zmianom³⁴.

Dodatkowo warto wskazać, że zasady obowiązujące przedsiębiorców strefowych zostały zawarte nie tylko w często zmieniających się przepisach dotyczących specjalnych stref ekonomicznych i pomocy publicznej. Z uwagi bowiem na fakt, że pomoc publiczna w strefie jest udzielana w formie zwolnienia podatkowego, część regulacji dotyczących tego instrumentu wynika również z podatkowych aktów prawnych.

Ponadto w związku z akcesją Polski do Unii Europejskiej poszerzył się katalog źródeł prawa, które mają znaczenie dla przedsiębiorców strefowych. Obowiązuje ich bowiem również część przepisów wspólnotowych, nawet jeśli nie zostały one implementowane do krajowego porządku prawnego. Dotyczy to w szczególności wspólnotowych aktów prawnych w formie rozporządzeń, które zgodnie z art. 288 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej są wiążące w całości i stosuje się je bezpośrednio we wszystkich państwach członkowskich. Natomiast wytyczne unijne należy traktować jako rodzaj zaleceń, które nie mają mocy wiążącej przedsiębiorców.

W efekcie wprowadzonych zmian regulacyjnych powstały różne reżimy prawne obowiązujące odmienne grupy przedsiębiorców. To zmniejszyło czytelność przepisów prawnych, jak również spowodowało trudność w porównaniu sytuacji różnych podmiotów gospodarczych. Powyższe implikuje wiele wątpliwości związanych z prowadzeniem działalności w specjalnej strefie ekonomicznej, w szczególności dotyczących ustalenia wartości zwolnienia podatkowego. Potwierdza to wynik badania ankietowego firmy doradczej KPMG przeprowadzonego wśród przedsiębiorców strefowych, w którym ponad połowa respondentów jako największą przeszkodę w prowadzeniu działalności wymieniła niejasności związane z przepisami (głównie podatkowymi)³⁵. W związku z powyższym tak ważne jest, aby przedsiębiorcy rozważający lub prowadzący działalność w strefie posiadali jednolite narzędzie pozwalające im na ustalenie wartości korzyści finansowej w sposób obiektywny, niezależny od obowiązującego ich reżimu prawnego. Takie narzędzie stanowi proponowana metoda szacowania wartości pomocy publicznej w specjalnych strefach ekonomicznych. Należy jednak pamiętać, że warunki udzielania pomocy mogą ulegać kolejnym znaczącym zmianom w przyszłości, których zakres może być na tyle nieprzewidywalny, że opracowana metoda w kształcie przedstawionym w niniejszej pracy może okazać się niewystarczająco kompleksowa dla podjęcia racjonalnej decyzji inwestycyjnej. Stąd – w przypadku znaczących zmian w regulacjach – opracowaną metodę należy stosować w sposób rozważny i elastyczny.

³⁴ Z. Dobrowolski, op. cit., s. 198.

³⁵ Ibid., s. 212.

1.3. Zezwolenie strefowe jako podstawa korzystania z pomocy publicznej w strefach

Korzyści finansowe w postaci zwolnienia podatkowego oraz ich warunki są uzależnione od zezwolenia na prowadzenie działalności gospodarczej na terenie danej strefy (dalej: zezwolenie), które – zgodnie z art. 16 ust. 1 ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych – jest podstawą do korzystania z tej formy pomocy publicznej. Zezwolenia mogą być zróżnicowane ze względu na kilka kluczowych cech, które determinują skalę korzyści uzyskiwanej przez dane przedsiębiorstwo. Cechy te zostały szczegółowo omówione w niniejszym podrozdziale.

Zezwolenie jest wydawane na nową inwestycję, która zgodnie z § 3 pkt 4 rozporządzenia w sprawie pomocy publicznej w strefach oznacza inwestycję w środki trwałe oraz wartości niematerialne i prawne polegającą na utworzeniu nowego lub rozbudowie istniejącego przedsiębiorstwa, dywersyfikacji produkcji przedsiębiorstwa przez wprowadzenie nowych dodatkowych produktów bądź na zasadniczej zmianie dotyczącej całościowego procesu produkcyjnego istniejącego przedsiębiorstwa. Inwestycje odtworzeniowe nie spełniają powyższej definicji, ale w określonych przypadkach za nową inwestycję może zostać uznane nabycie przedsiębiorstwa, które jest w likwidacji albo zostałoby zlikwidowane, gdyby nie zostało nabyte, albo zorganizowanej części takiego przedsiębiorstwa, o ile nabywca nie jest powiązany ze zbywcą.

Wydawanie zezwoleń na podstawie art. 20 ust. 1 ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych (w brzmieniu obowiązującym do 16 czerwca 2019 r.) zostało powierzone zarządzającym strefami w drodze odpowiednich rozporządzeń³⁶. Ważność zezwolenia wygasa z upływem okresu, na jaki została ustanowiona dana strefa (art. 19 ust. 1 ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych). Przed tym terminem zezwolenie może zostać cofnięte lub zmienione, do czego uprawnienia posiada – w myśl art. 16 ust. 4 ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych – minister właściwy do spraw gospodarki.

Na podstawie art. 17 ust. 1 ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych (w brzmieniu obowiązującym do 16 czerwca 2019 r.) wyłonienie przedsiębiorców, którzy uzyskają zezwolenie, następowało w drodze przetargu lub rokowań podjętych na podstawie publicznego zaproszenia. Zgodnie z art. 17 ust. 2 tej ustawy szczególnie zasady prowadzenia tych postępowań regulowały rozporządzenia wydane odrębnie dla każdej strefy³⁷, jednak zawarte w nich zasady były takie same dla każdej strefy.

³⁶ Przykładowo dla Katowickiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej jest to Rozporządzenie Ministra Gospodarki z dnia 2 lipca 2009 r. w sprawie powierzenia Katowickiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej S.A. udzielania zezwoleń na prowadzenie działalności gospodarczej na terenie Katowickiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej oraz wykonywania kontroli realizacji warunków zezwolenia, Dz. U. 2009, nr 112, poz. 923.

³⁷ Przykładowo dla Katowickiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej jest to Rozporządzenie Ministra Gospodarki i Pracy z dnia 15 listopada 2004 r. w sprawie przetargów i rokowań oraz kryteriów oceny

Tryb przetargu łącznego był stosowany w przypadku, gdy przedsiębiorca oprócz zezwolenia ubiegał się równocześnie o nabycie prawa do nieruchomości lub innych składników majątkowych położonych na terenie strefy. W pozostałych przypadkach, gdy przedmiotem postępowania było wyłącznie zezwolenie, stosowane były rokowania.

Celem rokowań i przetargu było ustalenie warunków prowadzenia działalności gospodarczej na terenie strefy przez danego przedsiębiorcę, które były spisane w formie protokołu z rokowań lub przetargu. Następnie warunki z protokołu były uwzględniane w zezwoleniu wydawanym w rezultacie powyższych postępowań. W ramach rokowań lub przetargu ustalana była również wysokość opłaty administracyjnej (omówionej szerzej w podrozdziale 2.4).

Elementy, które musiały zostać określone w zezwoleniu, definiował art. 16 ust. 2 ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych i obejmowały one:

- 1) przedmiot działalności gospodarczej,
- 2) warunki dotyczące inwestycji w zakresie:
 - zatrudnienia przez przedsiębiorcę przy prowadzeniu działalności gospodarczej na terenie strefy przez określony czas określonej liczby pracowników,
 - dokonania przez przedsiębiorcę na terenie strefy inwestycji o wartości przewyższającej określoną kwotę,
 - terminu zakończenia inwestycji,
 - maksymalnej wysokości kosztów kwalifikowanych inwestycji i dwuletnich kosztów kwalifikowanych pracy, które mogą być podstawą do kalkulacji przysługującej pomocy publicznej³⁸.

W praktyce w zezwoleniach przeważnie były wskazywane jeszcze terminy na spełnienie warunków dotyczących wartości nakładów inwestycyjnych i liczby nowych miejsc pracy oraz minimalny okres utrzymania osiągniętych wartości.

Warto nadmienić, że nie każda działalność gospodarcza mogła być objęta zezwoleniem strefowym. Wykaz działalności wykluczonych ze wsparcia strefowego zawiera § 2 rozporządzenia w sprawie pomocy publicznej w strefach i obejmował takie działalności, jak np. wytwarzanie materiałów wybuchowych, wyrobów tytoniowych, roboty budowlane, handel hurtowy i detaliczny czy działalność w sektorze rybołówstwa i akwakultury, hutnictwa żelaza i stali, węglowym, budownictwa okrętowego i włókien syntetycznych. Nie oznacza to jednak, że działalności te nie mogą być prowadzone na terenie strefy. Natomiast nawet

zamierzeń co do przedsięwzięć gospodarczych, które mają być podjęte przez przedsiębiorców na terenie Katowickiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej, Dz. U. 2004, nr 254, poz. 2540 z późn. zm.

³⁸ Obowiązek wskazywania w zezwoleniu maksymalnej wartości kosztów kwalifikowanych obowiązywał dopiero od sierpnia 2008 r. Wcześniej nie było takiego wymogu, co powodowało liczne wątpliwości w zakresie górnej granicy pomocy publicznej.

jeśli są one wykonywane na terenie strefy, to pochodzący z nich dochód nie jest objęty zwolnieniem podatkowym.

Zgodnie z § 6 ust. 8 rozporządzenia w sprawie pomocy publicznej w strefach minimalna wartość nakładów inwestycyjnych, do których poniesienia musiał się zobowiązać przedsiębiorca ubiegający się o zezwolenie strefowe, to 100 000 euro. Natomiast brak było w przepisach wskazania minimalnej liczby miejsc pracy. Zadeklarowane przez przedsiębiorcę nakłady inwestycyjne powinny być poniesione w trakcie realizacji inwestycji, a miejsca pracy – w myśl § 3 ust. 6 rozporządzenia w sprawie pomocy publicznej w strefach – mogły być tworzone do trzech lat po zakończeniu inwestycji.

Oprócz wyżej wymienionych niezbędnych elementów w zezwoleniach wydanych do ok. 2009 r., przeważnie wskazywano dodatkowo termin ważności zezwolenia (podczas gdy tylko do końca 2000 r. wymóg umieszczania terminu obowiązywania wynikał z przepisów). Termin ten był tożsamy z terminem funkcjonowania danej strefy i pierwotnie nie miał żadnych konsekwencji, skoro zgodnie z art. 19 ust. 1 ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych zezwolenie wygasa z upływem okresu, na jaki została ustanowiona dana strefa. Jednakże po przedłużeniu działalności wszystkich stref do końca 2020 r., które wprowadzono pod koniec 2008 r., te dodatkowe zapisy spowodowały, że zezwolenia wydane przed tą zmianą byłyby ważne krócej niż wszystkie inne – tylko do daty wskazanej w danym zezwoleniu. Jednak w związku z licznymi wyrokami Naczelnego Sądu Administracyjnego³⁹ (dalej: NSA) zapisy tego typu w zezwoleniach uznano za nieważne.

Warto nadmienić, że niespełnianie przez podmiot strefowy warunków określonych w zezwoleniu może skutkować konkretnymi konsekwencjami. Zgodnie z art. 19 ust. 3 ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych zezwolenie strefowe może zostać cofnięte w drodze stosownej decyzji administracyjnej w przypadku rażącego uchybienia warunkom określonym w zezwoleniu (lub nie usunięcia uchybień stwierdzonych w toku kontroli w terminie wyznaczonym do ich usunięcia w wezwaniu ministra właściwego do spraw gospodarki) czy zaprzestania prowadzenia na terenie strefy działalności gospodarczej, na którą zostało wydane zezwolenie. W takim przypadku zgodnie z art. 17 ust. 5 ustawy z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych⁴⁰ podmiot, którego zezwolenie zostało cofnięte, traci prawo do przysługującego mu na jego podstawie zwolnienia z podatku dochodowego i zobowiązany jest do zwrotu otrzymanej po-

³⁹ W odniesieniu do zezwoleń wydanych po 2000 r.: Wyrok NSA z dnia 11 marca 2014 r., sygn. II GSK 136/13; Wyrok NSA z dnia 5 września 2014 r., sygn. II GSK 1095/13; Wyrok NSA z dnia 9 września 2014 r., sygn. II GSK 939/13. W odniesieniu do zezwoleń wydanych do końca 2000 r.: Wyrok NSA z dnia 1 marca 2018 r., sygn. II GSK 5295/16; Wyrok NSA z dnia 6 sierpnia 2019 r., sygn. II FSK 2725/17; Wyrok NSA z dnia 19 lipca 2022 r., sygn. II FSK 1986/20.

⁴⁰ Na koniec okresu objętego badaniem obowiązywał t.j. Dz. U. 2019, poz. 865 z późn. zm.

mocy publicznej, a więc wpłaty nieuiszczonego dotychczas podatku dochodowego. Art. 17 ust. 6 tej ustawy precyzuje, że podatnik jest zobowiązany do zwiększenia podstawy opodatkowania o kwotę dochodu, w odniesieniu do którego utracił prawo do zwolnienia (a w razie poniesienia straty do jej zmniejszenia o tę kwotę), w bieżącym rozliczeniu zaliczki lub podatku za okres, w którym utracił to prawo. Dodatkowo od 6 stycznia 2015 r. obowiązuje przepis art. 12b ust. 4 ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych, zgodnie z którym w przypadku cofnięcia zezwolenia zwracana pomoc powiększa się o odsetki liczone jak dla zaległości podatkowych.

Można zatem stwierdzić, że cofnięcie zezwolenia strefowego ma charakter sankcji stosowanej przez organy administracji w stosunku do przedsiębiorcy nierealizującego swoich zobowiązań inwestycyjnych, w odróżnieniu od drugiego trybu uchylenia zezwolenia przewidzianego w przepisach, którym jest wygaszenie zezwolenia. Przepisy nie przewidują żadnych konsekwencji podatkowych związanych z wygaszeniem zezwolenia. Zgodnie z art. 19 ust. 5 ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych wygaszenie może być przeprowadzone wyłącznie na wniosek przedsiębiorcy i tylko jeśli spełniony jest jeden z poniższych warunków:

- 1) przedsiębiorca nie skorzystał ze zwolnienia udzielonego na podstawie danego zezwolenia (jeśli przedsiębiorca posiada więcej niż jedno zezwolenie – dodatkowo jeśli nie osiągnął przychodów),
- 2) przedsiębiorca skorzystał ze zwolnienia podatkowego i spełnił wszystkie warunki określone w zezwoleniu oraz warunki udzielania pomocy publicznej, o których mowa w przepisach.

W rozdziale 1 przedstawiono ogół uwarunkowań historycznych i prawnych determinujących prowadzenie działalności w specjalnych strefach ekonomicznych, które ilustrują poziom złożoności, z którym mierzą się na co dzień przedsiębiorcy strefowi. Zmienne i niepewne otoczenie regulacyjne jest jednym z kluczowych czynników wpływających na trudność w ustaleniu ostatecznej wartości korzyści finansowej wynikającej z funkcjonowania w ramach specjalnej strefy ekonomicznej. Próba odpowiedzi na tę kwestię jest proponowana w niniejszej pracy metoda szacowania wartości pomocy publicznej w formie zwolnienia podatkowego w specjalnych strefach ekonomicznych, która została opisana w rozdziale 3. Jednak jej przedstawienie zostało poprzedzone szczegółowym omówieniem zasad formalno-prawnych dotyczących ustalania wartości pomocy publicznej w specjalnych strefach ekonomicznych w formie zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych. Reguły te zostały przedstawione w rozdziale 2 w podziale na regulacje wynikające z przepisów prawa oraz uwarunkowania wynikające ze stanowisk organów podatkowych i orzecznictwa sądowego wraz z analizą ich wpływu na wykazywaną wartość pomocy i rzeczywistą korzyść finansową uzyskiwaną przez przedsiębiorstwa.

2. Zasady ustalania wartości pomocy publicznej w specjalnych strefach ekonomicznych

2.1. Intensywność pomocy publicznej i koszty kwalifikowane

Jak wspomniano w podrozdziale 1.2, zwolnienie podatkowe przysługujące przedsiębiorcom działającym w strefach w Polsce stanowi pomoc regionalną. W efekcie wartość tego zwolnienia (tzw. pula pomocy) jest ustalana zgodnie z odpowiednimi regulacjami dotyczącymi pomocy regionalnej. Na podstawie tych przepisów pula pomocy jest obliczana jako iloczyn wysokości kosztów kwalifikowanych poniesionych przez danego przedsiębiorcę w związku z inwestycją oraz tzw. intensywności pomocy publicznej.

Zgodnie z art. 14 ust. 12 rozporządzenia Komisji (UE) nr 651/2014 z dnia 17 czerwca 2014 r., uznającego niektóre rodzaje pomocy za zgodne z rynkiem wewnętrznym w zastosowaniu art. 107 i 108 Traktatu⁴¹ (dalej: ogólne rozporządzenie w sprawie wyłączeń blokowych), intensywność pomocy wyrażona jako ekwiwalent dotacji brutto nie przekracza maksymalnej intensywności pomocy określonej w mapie pomocy regionalnej i obowiązującej w dniu przyznania pomocy na danym obszarze. Zgodnie z art. 2 pkt 26 ogólnego rozporządzenia w sprawie wyłączeń blokowych „intensywność pomocy” oznacza kwotę pomocy brutto wyrażoną jako odsetek kosztów kwalifikowalnych, przed potrąceniem podatku lub innych opłat.

Progi intensywności pomocy są ustalane w ramach tzw. map pomocy regionalnej odrębnie dla każdego kraju na daną perspektywę finansową Unii Europejskiej i są uzależnione od poziomu rozwoju danego regionu mierzonego poziomem PKB *per capita*. Progi te dla Polski kształtowały się na różnym poziomie w poszczególnych perspektywach finansowych, a ich podsumowanie w okresie, w którym były wydawane zezwolenia strefowe, przedstawia tabela 1.

⁴¹ Rozporządzenie Komisji (UE) nr 651/2014 z dnia 17 czerwca 2014 r., uznającego niektóre rodzaje pomocy za zgodne z rynkiem wewnętrznym w zastosowaniu art. 107 i 108 Traktatu, Dz. Urz. UE L 187 z 26.06.2014 z późn. zm., s. 1 – rozporządzenie obowiązujące w ostatnim okresie wydawania zezwoleń strefowych.

Tabela 1. Zestawienie poziomów intensywności pomocy regionalnej w poszczególnych perspektywach finansowych Unii Europejskiej

Perspektywa finansowa	Ogólny poziom intensywności pomocy regionalnej na terenie Polski	Bonus dla MŚP
2001-2006 ⁴²	50% z wyłączeniem wybranych dużych miast (Kraków, Wrocław, Gdańsk, Sopot, Gdynia, Warszawa i Poznań)	+15 punktów procentowych
2007-2013 ⁴³	30%-50%	+15 punktów procentowych
2014-2021 ⁴⁴	10%-50%	+10 punktów procentowych dla średnich przedsiębiorstw +20 punktów procentowych dla małych przedsiębiorstw

Źródło: Opracowanie własne.

Od powyższych ogólnych poziomów intensywności istnieje wiele wyjątków, które obejmują m.in. przedsiębiorstwa z sektora motoryzacyjnego (w okresie do końca 2006 r.), przedsiębiorców z branży transportowej lub tzw. duże projekty inwestycyjne obejmujące koszty kwalifikowane przekraczające 50 mln euro (55 mln euro począwszy od 30 grudnia 2023 r.), ale mają one charakter poboczny dla niniejszej pracy.

Dla celów ustalenia mapy pomocy regionalnej obowiązującej danego przedsiębiorcę w ramach zwolnienia strefowego rozstrzygający jest moment wydania mu zezwolenia. Wynika to z przepisów przejściowych. Przykładowo w ramach perspektywy finansowej 2014-2020 rozporządzenie⁴⁵ wprowadzające nowe brzmienie przepisów (w tym nowe poziomy intensywności pomocy) wskazywało wprost, że nowych przepisów nie stosuje się w odniesieniu do zezwoleń udzielonych przed dniem wejścia w życie niniejszego rozporządzenia.

Zupełnie odmienne uregulowania dotyczące wartości pomocy publicznej obowiązują przedsiębiorców, którzy otrzymali zezwolenie strefowe przed 2001 r. Zasady te wynikają z ustawy nowelizującej i zostały szczegółowo opisane w podrozdziale 1.2. Warto jednak zaznaczyć, że wśród tych przedsiębiorców jest grupa firm, dla których pomoc w formie zwolnienia strefowego nie podlegała ograniczeniom wartościowym – są to przedsiębiorstwa, które na dzień 1 maja 2004 r. miały status małego lub średniego przedsiębiorcy.

⁴² Zgodnie z Rozporządzeniem Rady Ministrów z dnia 1 września 2004 r. w sprawie ustalenia mapy pomocy regionalnej, Dz. U. 2004, nr 200, poz. 2050.

⁴³ Zgodnie z Rozporządzeniem Rady Ministrów z dnia 13 października 2006 r. w sprawie ustalenia mapy pomocy regionalnej, Dz. U. 2006, nr 190, poz. 1402 z późn. zm.

⁴⁴ Zgodnie z Rozporządzeniem Rady Ministrów z dnia 30 czerwca 2014 r. w sprawie ustalenia mapy pomocy regionalnej na lata 2014-2021, Dz. U. 2014, poz. 878 z późn. zm.

⁴⁵ Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 12 listopada 2014 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie pomocy publicznej udzielanej przedsiębiorcom działającym na podstawie zezwolenia na prowadzenie działalności gospodarczej na terenach specjalnych stref ekonomicznych, Dz. U. 2014, poz. 1755.

Kolejnym elementem determinującym wartość przysługującej pomocy regionalnej są koszty kwalifikowane. Za koszty kwalifikowane mogą zostać uznane albo nakłady inwestycyjne związane z daną inwestycją strefową, albo koszty pracy pracowników zatrudnionych przez przedsiębiorcę na terenie strefy w związku z daną inwestycją. Zgodnie z przepisami przedsiębiorca ma prawo kalkulować wartość przysługującej mu pomocy publicznej na podstawie tych kosztów, których wartość w przypadku danej inwestycji jest wyższa.

Rodzaje wydatków inwestycyjnych, które mogą zostać uznane za koszty kwalifikowane, zostały szczegółowo zdefiniowane w przepisach krajowych. Zgodnie z § 6 ust. 1 rozporządzenia w sprawie pomocy publicznej w strefach koszty kwalifikowane mogą stanowić koszty inwestycji pomniejszone o naliczony podatek od towarów i usług oraz podatek akcyzowy (jeżeli możliwość ich odliczeń wynika z odrębnych przepisów), które spełniają następujące warunki:

- mają związek z inwestycją,
- zostały poniesione w trakcie obowiązywania zezwolenia strefowego,
- zostały poniesione na terenie strefy,
- zostały zaliczone do wartości określonych kategorii aktywów przedsiębiorcy⁴⁶.

Zgodnie z § 6 ust. 1 rozporządzenia w sprawie pomocy publicznej w strefach za koszty kwalifikowane można uznać następujące kategorie wydatków:

- cenę nabycia gruntu lub cenę nabycia prawa wieczystego użytkowania gruntu,
- cenę nabycia lub koszt wytworzenia we własnym zakresie środków trwałych,
- koszt rozbudowy lub modernizacji istniejących środków trwałych,
- cenę nabycia wartości niematerialnych i prawnych,
- koszt najmu lub dzierżawy gruntów, budynków i budowli,
- cenę nabycia aktywów innych niż grunty, budynki i budowle objętych najmem lub dzierżawą w formie leasingu finansowego.

Ponadto rozporządzenie w sprawie pomocy publicznej w strefach definiuje wiele szczegółowych warunków, które muszą być spełnione w przypadku każdej z powyższych kategorii wydatków.

W przypadku kosztów pracy zgodnie z § 3 ust. 1 pkt 2 rozporządzenia w sprawie pomocy publicznej w strefach zaliczeniu do kosztów kwalifikowanych podlegają dwuletnie koszty płacy brutto każdego nowego pracownika zatrudnionego w związku z nową inwestycją. Koszty płacy brutto obejmują wynagrodzenie brutto powiększone o obowiązkowe składki, jak np. składki na ubezpieczenie społeczne ponoszone przez pracodawcę. Zgodnie z przepisami pracownicy, którzy mogą zostać zaliczeni do puli nowych pracowników, powin-

⁴⁶ A. Skręt-Bednarz, *Dostępna pula pomocy publicznej*, w: *Prawne i podatkowe aspekty prowadzenia działalności w Specjalnych Strefach Ekonomicznych*, red. A. Tałasiewicz, WoltersKluwer, Warszawa 2010, s. 57.

ni być zatrudnieni po dniu uzyskania zezwolenia strefowego, ale nie później niż w ciągu trzech lat od zakończenia inwestycji. Liczbę nowych pracowników ustala się jako przyrost netto miejsc pracy w stosunku do średniego poziomu zatrudnienia w przedsiębiorstwie w ciągu 12 miesięcy poprzedzających wydanie zezwolenia strefowego. Ponadto § 3 ust. 6 rozporządzenia w sprawie pomocy publicznej w strefach stanowi, iż liczbę nowych pracowników przelicza się na pełen wymiar czasu pracy w okresie jednego roku (tzw. roczne jednostki rozrachunkowe). Oznacza to, że pracownicy sezonowi, osoby zatrudnione w trakcie roku lub w niepełnym wymiarze czasu pracy są liczeni jako ułamkowa część rocznych jednostek rozrachunkowych.

Równocześnie, ponieważ udzielona pomoc ma wywołać trwałe i rzeczywiste efekty, zarówno przepisy unijne w zakresie pomocy regionalnej, jak i przepisy krajowe dotyczące specjalnych stref ekonomicznych wprowadzają wymóg utrzymania inwestycji, własności środków trwałych oraz utworzonych miejsc pracy przez okres 3 lub 5 lat w zależności od statusu przedsiębiorstwa.

Ustalone w powyższy sposób koszty kwalifikowane determinują wartość pomocy publicznej przysługującej danemu przedsiębiorcy w związku z inwestycją strefową, która jest kalkulowana jako iloczyn kosztów kwalifikowanych i intensywności pomocy. Aby jednak możliwe było ustalenie, czy zwolnienie podatkowe nie przekracza dozwolonego limitu, niezbędne jest uwzględnienie dyskontowania. Szczegółowe zasady dyskontowania zostały przedstawione w poniższym podrozdziale 2.2.

2.2. Zasady dyskontowania pomocy publicznej w strefach

Sposób kalkulowania wartości zdyskontowanych ma kluczowe znaczenie dla ustalenia rzeczywistej korzyści z tytułu zwolnienia podatkowego w specjalnej strefie ekonomicznej. W tym kontekście najważniejsze parametry dotyczą momentu uzyskania pomocy, sposobu kapitalizacji i poziomu stopy dyskontowej. Elementy te zostały szczegółowo omówione w niniejszym podrozdziale.

W zakresie prawodawstwa wspólnotowego reguły dotyczące dyskontowania zostały zawarte w pkt. 20 lit. f) Wytocznych w sprawie pomocy regionalnej na lata 2014-2020 oraz w art. 7 ust. 3 ogólnego rozporządzenia w sprawie wyłączeń blokowych. Zgodnie z tymi przepisami, wszystkie wartości dotyczące intensywności pomocy muszą być obliczane na podstawie danych w wartościach zaktualizowanych (inaczej – zdyskontowanych). Zarówno koszty kwalifikowane inwestycji, jak i pomoc wypłacaną w kilku ratach dyskontuje się do poziomu ich wartości w dniu przyznania pomocy, a jako stopę procentową do dyskontowania stosuje się stopę referencyjną mającą zastosowanie w momencie przyznania pomocy.

Na gruncie przepisów krajowych o dyskontowaniu traktuje § 7 rozporządzenia w sprawie pomocy publicznej w strefach, zgodnie z którym koszty inwestycji oraz wielkość pomocy są dyskontowane na dzień uzyskania zezwolenia zgodnie z następującym wzorem, określonym w ust. 6 tego paragrafu⁴⁷:

$$PV = F \times \prod_{i=1}^n \frac{1}{1+r_i/12} = F \times \frac{1}{1+r_1/12} \times \frac{1}{1+r_2/12} \times \dots \times \frac{1}{1+r_n/12} \quad (1)$$

gdzie:

PV – zdyskontowana na dzień wydania zezwolenia wartość poniesionych wydatków lub otrzymanej pomocy,

F – wartość poniesionych wydatków z dnia ich poniesienia lub otrzymanej pomocy z dnia jej otrzymania,

i – kolejny miesięczny okres dyskontowania,

r_i – stopa dyskonta wyrażona w ułamku dziesiętnym, właściwa dla i -tego okresu dyskontowania,

n – liczba miesięcy, jaka upłynęła od dnia uzyskania zezwolenia na działalność w strefie do dnia poniesienia wydatków lub dnia otrzymania pomocy.

Przepis ten wskazuje dodatkowo, że za dzień poniesienia wydatku, uzyskania pomocy publicznej i wydania zezwolenia strefowego uznawany jest każdorazowo ostatni dzień miesiąca, w którym dane wydarzenie wystąpiło. Moment uzyskania pomocy powinien być natomiast ustalany zgodnie z ustawą z dnia 30 kwietnia 2004 r. o postępowaniu w sprawach dotyczących pomocy publicznej⁴⁸. Art. 2 pkt 11 tej ustawy stanowi regułę ogólną, zgodnie z którą dzień udzielenia pomocy to dzień, w którym podmiot ubiegający się o pomoc publiczną nabył prawo do otrzymania tej pomocy. Jednak dla pomocy w formie ulgi podatkowej udzielanej na podstawie aktu normatywnego bez wymogu wydania decyzji określono zasady szczególne. W takiej sytuacji, o ile odrębne przepisy nie stanowią inaczej, dniem udzielenia pomocy jest co do zasady dzień, w którym zgodnie z odrębnymi przepisami upływa termin złożenia deklaracji albo innego dokumentu określającego wartość pomocy (art. 2 pkt 11 lit. a) ustawy o postępowaniu w sprawach dotyczących pomocy publicznej). Natomiast w przypadku pomocy w formie ulgi w podatku dochodowym dniem udzielenia pomocy jest dzień, w którym zgodnie z odrębnymi przepisami upływa termin złożenia zeznania rocznego (art. 2 pkt 11 lit. b) tej ustawy), a w przypadku braku obowiązku złożenia deklaracji albo innego dokumentu określającego wartość pomocy – dzień faktycznego przysporzenia korzyści finansowych (art. 2 pkt 11 lit. c) tej ustawy).

⁴⁷ W ramach nowego systemu udzielania zwolnień podatkowych na podstawie decyzji o wsparciu obowiązuje inny wzór dyskontowania.

⁴⁸ Na koniec okresu objętego badaniem obowiązywał t.j. Dz. U. 2019, poz. 1063.

W przypadku pomocy w strefach w formie zwolnienia z podatku dochodowego przyjmuje się, że pomoc zostaje udzielona w dniu, w którym upływa termin złożenia rocznej deklaracji podatkowej. Z uwagi na fakt, że korzystanie ze zwolnienia podatkowego następuje przez wiele lat, momentów udzielenia pomocy w tym przypadku będzie kilka. To podejście może budzić wątpliwości, gdyż przepis art. 2 pkt 11 lit. b) ustawy o postępowaniu w sprawach dotyczących pomocy publicznej ma zastosowanie tylko do pomocy w formie ulgi podatkowej udzielanej na podstawie aktu normatywnego, bez wymogu wydania decyzji. W przypadku pomocy w strefie do korzystania ze zwolnienia niezbędne jest wydanie zezwolenia strefowego, które ma formę decyzji administracyjnej. W związku z tym, zgodnie z literalną wykładnią przepisu art. 2 pkt 11 ustawy o postępowaniu w sprawach dotyczących pomocy publicznej za moment udzielenia pomocy w strefie należałoby uznać datę wydania zezwolenia, gdyż jest to moment, w którym beneficjent nabył prawo do otrzymania tej pomocy. W takim jednak przypadku przepis § 7 ust. 6 rozporządzenia w sprawie pomocy publicznej w strefach, który nakłada obowiązek dyskontowania pomocy za okres, jaki upłynął od dnia uzyskania zezwolenia na działalność w strefie do dnia otrzymania pomocy, byłby zapisem martwym. Zakładając zatem racjonalność ustawodawcy, w doktrynie i w praktyce przyjmuje się, że w ramach zwolnienia z podatku dochodowego z tytułu działalności w strefie należy wyróżnić dwa odrębne terminy:

- moment przyznania pomocy publicznej (tj. moment, w którym beneficjent nabył prawo do otrzymania tej pomocy), czyli dzień wydania zezwolenia,
- moment udzielenia pomocy publicznej (tj. moment, w którym następuje rzeczywiste wykorzystanie zwolnienia podatkowego), czyli każdy termin na złożenie rocznej deklaracji podatkowej z tytułu podatku dochodowego, w którym beneficjent zadeklarował wykorzystanie zwolnienia podatkowego.

Powyższe podejście powoduje równocześnie spełnienie warunku zapisanego w art. 7 ust. 3 ogólnego rozporządzenia w sprawie wyłączeń blokowych, zgodnie z którym wartość pomocy wypłacanej w kilku ratach (w przypadku zwolnienia podatkowego z tytułu działalności w strefie – otrzymanej w rocznych ratach) jest dyskontowana na dzień jej przyznania (tj. dzień wydania zezwolenia).

Analizując wzór dyskontowania ujęty w rozporządzeniu w sprawie pomocy publicznej w strefach oraz brzmienie przepisów wspólnotowych, warto zwrócić uwagę na rozbieżność tych regulacji w zakresie stóp dyskontowych, które powinny być stosowane do kalkulacji wartości zdyskontowanej na dzień przyznania pomocy. Zgodnie z przepisami wspólnotowymi w przypadku zwolnień podatkowych dyskontowanie powinno być dokonane na podstawie stóp referencyjnych obowiązujących w czasie, gdy poszczególne przywileje podatkowe stają się skuteczne. Z powyższego wynika, że do dyskontowania danej transzy zwolnienia należy zastosować jedną stopę dyskontową, która obowiązywała w momencie jego wykorzystania, czyli w dniu, w którym upływa termin złożenia

rocznego zeznania w zakresie podatku dochodowego. Natomiast wzór z rozporządzenia w sprawie pomocy publicznej w strefach wskazuje jednoznacznie, że czynnik dyskонтujący powinien uwzględniać wszystkie stopy dyskontowe, które obowiązywały w okresie, który upłynął od momentu przyznania pomocy do dnia poniesienia wydatku lub wykorzystania zwolnienia podatkowego. Bardziej poprawna wydaje się zatem metoda zgodna z polskimi regulacjami, gdyż jest spójna z teorią matematyki finansowej oraz odzwierciedla zmienność wartości pieniądza w czasie poprzez uwzględnienie wszystkich zmian poziomu stóp dyskontowych, jakie nastąpiły od momentu udzielenia zezwolenia. Natomiast podejście wynikające z przepisów wspólnotowych jest uproszczone i przy dużej zmienności stóp dyskontowych może prowadzić do zniekształconych wyników. Na marginesie warto wskazać, że dla decyzji o wsparciu wydawanych od połowy 2018 r. stosuje się jeszcze inną metodę dyskontowania, która z kolei dla całego okresu zwolnienia uwzględnia jednolitą wartość stopy dyskontowej – ustaloną na dzień wydania danej decyzji o wsparciu.

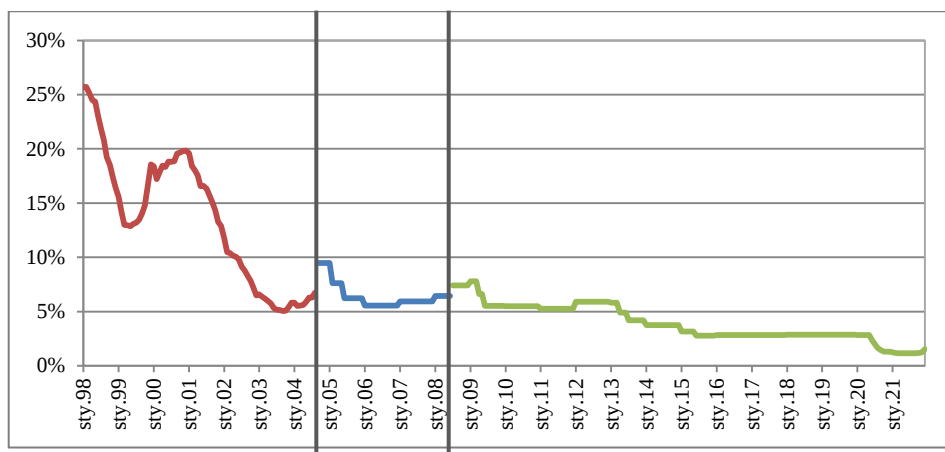
W związku z powyższymi rozbieżnościami niezbędne jest rozważenie stopnia zmienności stóp dyskontowych w Polsce w okresie funkcjonowania stref. Regulacje w zakresie sposobu ustalania stóp dyskontowych w Polsce podlegały licznym zmianom. W chwili obecnej można wyróżnić cztery różne okresy i sposoby określania stóp dyskontowych, które zostały przedstawione w tabeli 2.

Tabela 2. Sposoby ustalania stopy dyskontowej

Okres	Sposób ustalania stopy dyskontowej
do 31 stycznia 1998 r.	średniomiesięczna stopa sześciomiesięcznego kredytu udzielanego na warszawskim rynku międzybankowym (WIBOR) ze stycznia 1998 r.
od 1 lutego 1998 r. do 31 sierpnia 2004 r.	średniomiesięczne stopy sześciomiesięcznego kredytu udzielanego na warszawskim rynku międzybankowym (WIBOR), notowane w miesiącach poprzedzających dany miesiąc
od 1 września 2004 r. do 30 czerwca 2008 r.	stopy referencyjne określone przez Komisję Europejską dla Rzeczypospolitej Polskiej (od pierwszego dnia miesiąca opublikowania danej stopy)
od 1 lipca 2008 r.	stopy bazowe określone dla Rzeczypospolitej Polskiej przez Komisję Europejską powiększone o 100 punktów bazowych

Źródło: A. Skręt-Bednarz, *Dostępna pula pomocy publicznej*, w: *Prawne i podatkowe aspekty prowadzenia działalności w Specjalnych Strefach Ekonomicznych*, red. A. Tałasiewicz, WoltersKluwer, Warszawa 2010, s. 97-98.

Wartość stopy dyskontowej ustalonej w powyższy sposób podlegała historycznie znacznym wahaniom, które ilustruje wykres 1, i osiągała wartości z przedziału od 1,15% (w okresie od marca do września 2021 r.) do 25,72% (do lutego 1998 r.).



Wykres 1. Poziom stóp dyskontowych w Polsce dla celów pomocy publicznej w latach 1998-2021 w podziale na okresy obowiązywania różnych sposobów ustalania stopy dyskontowej

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony internetowej: http://www.uokik.gov.pl/stopa_referencyjna_i_archiwum.php (dostęp: 1.05.2022); A. Skręt-Bednarz, *Dostępna pula pomocy publicznej*, op. cit., s. 98-100.

Tak istotne zmiany poziomu stopy dyskontowej prowadzą do wniosku, że metoda dyskontowania wskazana w regulacjach krajowych w odniesieniu do zezwoleń jest bardziej poprawna, gdyż uwzględniając wszystkie historyczne wartości stóp dyskontowych obowiązujące w okresie funkcjonowania danego przedsiębiorcy w strefie, pozwala na odzwierciedlenie rzeczywistych zmian wartości pieniądza w czasie. W tym miejscu należy podkreślić, że – niezależnie od brzmienia przepisów – przedsiębiorstwa w ocenie decyzji inwestycyjnych powinny każdorazowo kierować się zasadami matematyki finansowej. W efekcie nawet jeżeli zgodnie z regulacjami prawnymi obowiązującymi danego przedsiębiorcę wartość pomocy regionalnej określana jest w sposób uproszczony bez zachowania tych zasad, to dla celów oceny wpływu tej pomocy na wartość przedsiębiorstwa konieczne jest dokonanie odpowiedniej rekalkulacji z ich uwzględnieniem.

Niezależnie od powyższego, warto rozważyć, na ile jednolita stopa dyskontowa jest adekwatna do sytuacji konkretnego przedsiębiorstwa. Zgodnie z Komunikatem Komisji Europejskiej w sprawie zmiany metody ustalania stóp referencyjnych i dyskontowych⁴⁹ od 1 lipca 2008 r. stopa dyskontowa stosowana do obliczania wartości bieżących jest ustalana jako stopa bazowa powiększona o stałą marżę w wysokości 100 punktów bazowych. Marża ta jest jednakowa nie tylko dla wszystkich przedsiębiorstw niezależnie od ich ratingu, ale jest również taka sama dla przedsiębiorstw we wszystkich krajach członkowskich Unii Europejskiej.

⁴⁹ Komunikat Komisji Europejskiej w sprawie zmiany metody ustalania stóp referencyjnych i dyskontowych, Dz. Urz. UE C 14 z 19.01.2008, s. 6-9.

Zgodnie z zasadami ustalania marży dla celów stopy referencyjnej, określonymi w tym samym Komunikacie, marża na poziomie 100 punktów bazowych powinna być stosowana w odniesieniu do przedsiębiorstw:

- o zadowalającym (BB) ratingu i wysokim poziomie zabezpieczeń,
- o dobrym (BBB) ratingu i standardowym poziomie zabezpieczeń,
- o wysokim (AAA-A) ratingu i niskim poziomie zabezpieczeń.

Taka metodologia ustalania stopy dyskontowej może budzić wątpliwości. W szczególności należałoby rozważyć, czy wartość stopy dyskontowej powinna być jednolita dla wszystkich przedsiębiorstw, podczas gdy wiele z nich z pewnością nie mieści się w wymienionych powyżej trzech sytuacjach (tj. posiada innym poziom ratingu i/lub zabezpieczeń), w których marża w wysokości 100 punktów bazowych jest adekwatna. Dla tych przedsiębiorstw ustalona w powyższy sposób stopa dyskontowa będzie bowiem znacząco odbiegać od rzeczywistego kosztu kapitału (który definiuje się jako stopę zwrotu oczekiwaną przez inwestorów udostępniających przedsiębiorstwu kapitału⁵⁰).

Mając na uwadze powyższe wątpliwości, stwierdzono, że w celu rzetelnej i obiektywnej oceny opłacalności inwestowania w strefie opracowana metoda powinna odpowiednio uwzględniać również kwestie związane z dyskontowaniem. W szczególności ustalanie realnej wartości korzyści finansowej z tytułu zwolnienia podatkowego powinno pozwalać na odpowiednie odzwierciedlenie zmiennej wartości pieniądza w czasie przy jednoczesnym uwzględnieniu charakterystyki danego przedsiębiorstwa strefowego.

2.3. Wartość pomocy publicznej w specjalnych strefach ekonomicznych ustalana jako ekwiwalent dotacji brutto

Niezależnie od powyższych regulacji do zwolnienia podatkowego z tytułu działalności w strefie zastosowanie ma również pkt 31 Obwieszczenia Komisji w sprawie stosowania reguł pomocy publicznej do środków związanych z bezpośrednim opodatkowaniem działalności gospodarczej⁵¹. Zgodnie z tą regulacją wydaną już w 1998 r. pomoc fiskalna, która jest przyznawana w celu zachęcenia firm do rozpoczęcia określonych przedsięwzięć (w szczególności inwestycji), a jej intensywność jest ograniczona w stosunku do kosztów wykonywania projektu (kosztów kwalifikowanych), wymaga ustalenia wystarczająco przejrzystych reguł pozwalających na określenie wartości wynikłej korzyści. Należy zatem szczegółowo rozważyć, czy reguły ustalania wartości wykorzystanego

⁵⁰ A. Dulinić, *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2011, s. 60.

⁵¹ Obwieszczenie Komisji w sprawie stosowania reguł pomocy publicznej do środków związanych z bezpośrednim opodatkowaniem działalności gospodarczej, Dz. Urz. UE C 384 z 10.12.1998, s. 3.

zwolnienia podatkowego z tytułu działalności w specjalnej strefie ekonomicznej w Polsce są wystarczająco przejrzyste i czy pozwalają na wyliczenie wartości rzeczywistej korzyści finansowej dla przedsiębiorców.

Zgodnie z § 3 rozporządzenia z dnia 30 czerwca 2014 r. w sprawie ustalenia mapy pomocy regionalnej na lata 2014-2021 maksymalna intensywność regionalnej pomocy inwestycyjnej jest liczona jako stosunek ekwiwalentu dotacji brutto do kosztów kwalifikujących się do objęcia tą pomocą.

Ekwiwalent dotacji brutto (dalej: *EDB*) jest miarą, która pozwala porównać wartość pomocy publicznej otrzymywanej w różnych formach. Przykładowo pomoc publiczna może być udzielana w formie dotacji, zwolnienia podatkowego, ale również w postaci preferencyjnie oprocentowanej pożyczki lub rozłożenia na raty zobowiązania podatkowego. Do porównania wartości tych różnych form pomocy publicznej służy przeliczenie ich na *EDB* według odpowiednich zasad. Wartość *EDB* jest ustalana zgodnie z rozporządzeniem Rady Ministrów z dnia 11 sierpnia 2004 r. w sprawie szczegółowego sposobu obliczania wartości pomocy publicznej udzielanej w różnych formach⁵². Zgodnie z § 2 pkt 1 tego rozporządzenia *EDB* to kwota pomocy, którą otrzymałby beneficjent pomocy lub podmiot ubiegający się o pomoc, gdyby uzyskał pomoc w formie dotacji, bez uwzględnienia opodatkowania podatkiem dochodowym, wyrażona z dokładnością do dwóch miejsc po przecinku.

Na podstawie § 4 pkt 2 rozporządzenia w sprawie szczegółowego sposobu obliczania wartości pomocy publicznej udzielanej w różnych formach *EDB* dla ulgi podatkowej, z zastrzeżeniem § 5, ustala się następująco:

- a) w przypadku obniżenia wysokości podatku, w szczególności: zwolnienia z podatku, odliczenia, obniżki albo zmniejszenia podatku – jako różnicę między kwotą podatku należnego bez uwzględnienia ulgi a kwotą podatku po jej uwzględnieniu,
- b) w przypadku obniżenia podstawy opodatkowania, w szczególności zwolnienia dochodu w podatku dochodowym – jako różnicę między kwotą podatku należnego bez uwzględnienia obniżenia podstawy opodatkowania a kwotą podatku po jej obniżeniu.

W przypadku zwolnienia z podatku dochodowego z tytułu działalności w strefie należy przyjąć, że zastosowanie ma § 4 pkt 2 lit. b), gdyż dochody ze zwolnionej działalności strefowej nie są uwzględniane w podstawie opodatkowania. Z powyższego przepisu wynikają dwa kluczowe wnioski. Po pierwsze wartość pomocy w strefie jest ustalana jako wartość niezapłaconego podatku, a nie wartość zwolnionego dochodu. Po drugie w celu ustalenia wartości pomocy publicznej w tej formie (tj. niezapłaconego podatku) należy wyliczyć wartość

⁵² Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 11 sierpnia 2004 r. w sprawie szczegółowego sposobu obliczania wartości pomocy publicznej udzielanej w różnych formach, t.j. Dz. U. 2018, poz. 461.

podatku przy uwzględnieniu zwolnienia strefowego oraz hipotetyczną wartość podatku, który byłby należny, gdyby danemu przedsiębiorcy nie przysługiwało zwolnienie strefowe. Na podstawie powyższego można stwierdzić, że *EDB* powinno odzwierciedlać rzeczywistą korzyść finansową przedsiębiorców strefowych – wartość zaoszczędzonego podatku.

Dodatkowo § 5 pkt 1 rozporządzenia w sprawie szczegółowego sposobu obliczania wartości pomocy publicznej udzielanej w różnych formach wskazuje, iż w przypadku gdy pomoc jest rozłożona w czasie, przy obliczaniu *EDB* uwzględnia się zdyskontowaną kwotę tej pomocy. Przepis ten jest zgodny z przepisami art. 7 ogólnego rozporządzenia w sprawie wyłączeń blokowych oraz § 7 rozporządzenia w sprawie pomocy publicznej w strefach, wspomnianymi w podrozdziale 2.2.

Mając na uwadze powyższe uregulowania, na podstawie ogólnodostępnych danych można podjąć próbę oszacowania aktualnego poziomu wykorzystania zwolnienia podatkowego przez przedsiębiorców strefowych. Jak już wspomniano w podrozdziale 2.1, każdy z przedsiębiorców strefowych ma prawo do wykorzystania zwolnienia podatkowego o określonej wartości, która może wynieść od 10% do 70% kosztów kwalifikowanych w zależności od lokalizacji inwestycji, statusu przedsiębiorcy i daty uzyskania zezwolenia strefowego. Te wartości procentowe mogą odnosić się do nakładów inwestycyjnych lub dwuletnich kosztów pracy (w zależności od tego, które z tych kosztów są wyższe u danego przedsiębiorcy). Zdecydowana większość przedsiębiorców strefowych korzysta z pomocy na podstawie nakładów inwestycyjnych. W rezultacie w celu ustalenia przybliżonego rzeczywistego poziomu wykorzystania pomocy publicznej w strefie można porównać zadeklarowane wartości wykorzystanego zwolnienia strefowego (według danych publikowanych w raportach rocznych przez Ministerstwo Finansów) z wartością nakładów inwestycyjnych poniesionych przez przedsiębiorców strefowych (według danych publikowanych w raportach rocznych przez Ministerstwo Gospodarki).

Porównanie poziomu poniesionych nakładów inwestycyjnych i niezapłaconego podatku dochodowego przez przedsiębiorców strefowych prezentuje tabela 3.

Okazuje się, że jeśli spojrzeć na rzeczywistą intensywność wykorzystania pomocy regionalnej w strefach, to oscyluje ona maksymalnie około 26%. Poziom ten jest znacząco niższy niż średni poziom intensywności przysługującej przedsiębiorcom strefowym na podstawie przepisów (jak wskazano powyżej, wynoszący od 10% do 70%, przy czym na większości obszaru Polski nadal obowiązuje poziom nie niższy niż 40%). Oczywiście należy mieć na uwadze, że większość przedsiębiorców strefowych nie zakończyła korzystania ze zwolnienia strefowego i będzie z niego korzystać jeszcze do końca 2026 r., co oznacza, że poziom rzeczywistego wykorzystania zwolnienia strefowego co do zasady powinien wykazywać tendencję rosnącą.

Tabela 3. Porównanie poziomu nakładów inwestycyjnych i niezapłaconego podatku dochodowego przez przedsiębiorców strefowych

Rok	Wartość nakładów inwestycyjnych – narastająco (w mln zł)	Wartość zwolnień strefowych z tytułu CIT i PIT według deklaracji złożonych przez przedsiębiorców – narastająco (w mln zł)	Udział zwolnień strefowych w nakładach inwestycyjnych (w %)
1998	2 100	47	2,2
1999	4 600	170	3,7
2000	6 500	412	6,3
2001	9 287	819	8,8
2002	13 086	1 316	10,1
2003	15 269	1 928	12,6
2004	19 927	2 528	12,7
2005	25 707	3 116	12,1
2006	35 430	3 984	11,2
2007	46 085	5 068	11,0
2008	56 706	6 158	10,9
2009	66 590	7 379	11,1
2010	73 222	8 867	12,1
2011	79 670	10 678	13,4
2012	85 833	12 331	14,4
2013	93 141	14 620	15,7
2014	101 953	17 172	16,8
2015	111 682	19 733	17,7
2016	112 253	22 462	20,0
2017	106 574	25 123	23,6
2018	119 202	27 899	23,4
2019	132 000	30 953	23,4
2020	145 880	33 823	23,2
2021	152 559	37 680	24,7
2022	156 980	41 193	26,2
2023	167 625	43 599	26,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Ernst & Young, Raport „Specjalne Strefy Ekonomiczne po 2020 roku”, 2011, s. 46; *Informacje o realizacji ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych*, stan na 31 grudnia w latach 2011-2023.

Z drugiej jednak strony warto nadmienić, że wyżej wyliczoną rzeczywistą intensywność wykorzystania pomocy regionalnej w strefach należy traktować jako wartość zawyżoną, gdyż zawiera w sobie dwa następujące uproszczenia:

- odniesienie wartości otrzymanej pomocy publicznej do wartości nakładów inwestycyjnych, podczas gdy niektórzy z przedsiębiorców mogą korzystać z pomocy kalkulowanej na podstawie kosztów pracy,
- porównanie wartości nominalnych bez uwzględnienia dyskontowania zarówno nakładów inwestycyjnych, jak i wykorzystanego zwolnienia podatkowego.

Pierwsze uproszczenie, czyli przyjęcie za koszty kwalifikowane we wszystkich przypadkach nakładów inwestycyjnych, prowadzi do zaniżenia wartości rzeczywistych kosztów kwalifikowanych. Wynika to z faktu, że przedsiębiorcy korzystają z pomocy publicznej na podstawie kosztów pracy tylko w przypadku, gdy w ramach ich inwestycji wartość kosztów pracy jest wyższa niż kwota nakładów inwestycyjnych. Uwzględnienie zaniżonej w ten sposób wartości kosztów kwalifikowanych w mianowniku formuły w celu oszacowania rzeczywistej intensywności powoduje więc zawyżenie jej wartości.

W odniesieniu do dyskontowania należy zauważyć, że jest ono zabiegiem korzystnym dla przedsiębiorców, gdyż powoduje, że zdyskontowana wartość wykorzystanej pomocy stanowi mniejszy udział w zdyskontowanej wartości kosztów kwalifikowanych niż gdyby porównać te kategorie w wartościach nominalnych. Powyższe wynika z tego, że przedsiębiorcy uzyskują prawo do zwolnienia podatkowego na podstawie już poniesionych kosztów kwalifikowanych. Sekwencja czasowa jest zatem stała i koszty kwalifikowane są ponoszone zawsze wcześniej niż wykorzystywana jest pomoc na ich podstawie. To z kolei implikuje, że koszty kwalifikowane podlegają dyskontowaniu za krótszy okres niż wykorzystane zwolnienie podatkowe i ich wartość w wyniku dyskontowania ulega obniżeniu w mniejszym stopniu niż w przypadku zwolnienia podatkowego. W konsekwencji porównanie wartości nominalnych również prowadzi do zawyżenia szacowanej wartości rzeczywistej intensywności pomocy.

Na podstawie powyższych rozważań dotyczących *EDB* nasunęły się dwa wnioski w zakresie opracowanej metody:

- 1) opracowana metoda powinna pozwalać na porównanie wartości uzyskanej korzyści finansowej z tytułu zwolnienia podatkowego w strefie z wartością poniesionych kosztów kwalifikowanych,
- 2) ustalana wartość korzyści powinna uwzględniać porównanie sytuacji finansowej danego przedsiębiorcy przy uwzględnieniu zwolnienia strefowego oraz bez niego.

2.4. Ustalanie dochodu zwolnionego i wartości zwolnienia podatkowego

Zgodnie z art. 12 ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych dochody uzyskane z działalności gospodarczej prowadzonej na terenie strefy w ramach zezwolenia, o którym mowa w art. 16 ust. 1, przez osoby prawne lub osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą są zwolnione od podatku dochodowego, odpowiednio na zasadach określonych w przepisach o podatku dochodowym od osób prawnych lub w przepisach o podatku dochodowym od osób fizycznych. W związku z tym szczegółowe regulacje zawarte w przepisach po-

datkowych oraz ich wykładnia zawarta w orzecznictwie i interpretacjach podatkowych mają wpływ na wartość rzeczywistej korzyści z tytułu zwolnienia strefowego. Poniżej omówiono szczegółowo przykłady regulacji i rozstrzygnięć, które mogą w znaczący sposób zmienić wartość uzyskanego zwolnienia.

W ramach ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych o zwolnieniu strefowym traktuje art. 17 ust. 1 pkt 34, zgodnie z którym wolne od podatku są dochody uzyskane z działalności gospodarczej prowadzonej na terenie specjalnej strefy ekonomicznej na podstawie zezwolenia, o którym mowa w art. 16 ust. 1 ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych.

Oznacza to, że zwolnieniu strefowemu podlegają wyłącznie te dochody, które spełniają łącznie dwie poniższe przesłanki:

- 1) są wygenerowane w ramach działalności prowadzonej na terenie strefy oraz
- 2) pochodzą z działalności prowadzonej na podstawie zezwolenia strefowego.

Pierwsza z przesłanek oznacza, że dochód wygenerowany przez przedsiębiorcę posiadającego zezwolenie strefowe z działalności objętej jego zakresem, ale prowadzonej poza terenem strefy nie będzie mógł zostać objęty zwolnieniem podatkowym. Dodatkowo w przypadku prowadzenia działalności poza strefą przepisy nakładają na przedsiębiorców strefowych dodatkowe obowiązki, których celem jest zapobieganie niesymetrycznemu podziałowi dochodu między zwolnioną działalność strefową i działalność opodatkowaną. Zgodnie z § 5 ust. 5 i 6 rozporządzenia w sprawie pomocy publicznej w strefach w takim przypadku działalność prowadzona na terenie strefy musi być wydzielona organizacyjnie, a wielkość zwolnienia określa się na podstawie danych jednostki organizacyjnej prowadzącej działalność wyłącznie na terenie strefy. Ponadto przy ustalaniu wielkości zwolnienia od podatku dochodowego, przysługującego przedsiębiorcy prowadzącemu działalność na terenie strefy za pośrednictwem takiej wydzielonej jednostki organizacyjnej, należy stosować przepisy dotyczące cen transferowych i rozliczeń z podmiotami powiązanymi (w przypadku ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych zagadnienia te reguluje art. 11).

Druga z powyższych przesłanek jest interpretowana przez organy podatkowe *sensu stricto* – zwolnieniu podlegają wyłącznie dochody pochodzące bezpośrednio z rodzajów działalności określonych w zezwoleniu strefowym zgodnie z rozporządzeniem Rady Ministrów z dnia 4 września 2015 r. w sprawie Polskiej Klasyfikacji Wyrobów i Usług⁵³ (dalej: PKWiU). Natomiast zwolnieniem tym nie może zostać objęty żaden dochód z działalności pośredniej, mimo jej sporadycznego charakteru i nierozzerwalnego związku z działalnością podstawową objętą zezwoleniem. Przykładowo według organów podatkowych ze zwolnienia podatkowego nie mogą korzystać dochody z odsetek od ulokowanego kapitału

⁵³ Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 4 września 2015 r. w sprawie Polskiej Klasyfikacji Wyrobów i Usług, Dz. U. 2015, poz. 1676 z późn. zm.

pochodzącego z działalności podstawowej⁵⁴ ani dochody ze sprzedaży materiałów lub odpadów z działalności podstawowej (jeśli sprzedaż materiałów lub odpadów nie jest wprost wskazana w zakresie zezwolenia)⁵⁵.

Zwolnienie strefowe dotyczy dochodu w rozumieniu ustaw o podatku dochodowym. Zgodnie z art. 7 ust. 2 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych dochodem jest co do zasady nadwyżka sumy przychodów nad kosztami ich uzyskania osiągnięta w roku podatkowym. Zatem zasady ustalania dochodu strefowego powinny być tożsame z zasadami obowiązującymi przy ustalaniu dochodu opodatkowanego. Oznacza to, że wszystkie zasady dotyczące sposobu ustalania wartości przychodów opodatkowanych zawarte w art. 12-14 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych powinny znaleźć zastosowanie w ustaleniu wartości przychodów zwolnionych z tytułu działalności na terenie strefy. I analogicznie przy ustalaniu kosztów uzyskania przychodów zwolnionych powinny być przestrzegane reguły związane z naliczaniem kosztów uzyskania przychodów opodatkowanych, zawarte w art. 15-16m tej ustawy.

W szczególności zgodnie z art. 15 ust. 1 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych dochód ustala się z uwzględnieniem tylko tych kosztów, które mają związek z przychodem. Za koszty uzyskania przychodów należy bowiem uznać koszty poniesione w celu osiągnięcia przychodów lub zachowania albo zabezpieczenia źródła przychodów. Związek kosztu z przychodem może mieć charakter bezpośredni (np. koszty surowców do wytworzenia produktu) lub pośredni (np. koszty ogólne działalności). Powyższe implikuje, że dla celów ustalenia wartości dochodu w pierwszej kolejności należy zidentyfikować źródła przychodów, a dopiero następnie przypisać do nich koszty uzyskania tych przychodów (bezpośrednie i pośrednie).

Równocześnie przy ustalaniu wartości dochodu strefowego nie uwzględnia się przychodów niestanowiących przychodów podatkowych zgodnie z art. 12

⁵⁴ Organy podatkowe twierdzą, że: „Dochody z odsetek bankowych uzyskanych z lokat typu overnight nie są dochodami ze źródła przychodów, jakim jest działalność określona w zezwoleniu, lecz dochodami uzyskanymi na skutek dokonania określonych operacji finansowych. Dochód ten, jakkolwiek otrzymywany w wyniku racjonalnej gospodarki środkami pieniężnymi uzyskanymi z działalności gospodarczej nie wynika z bieżącej działalności gospodarczej prowadzonej na terenie strefy na podstawie udzielonego Spółce zezwolenia, lecz jest wynikiem operacji finansowych związanych z wykorzystaniem propozycji banku w celu pomnożenia zgromadzonego kapitału”, por. np. Wyrok NSA z 25 maja 2011 r., sygn. II FSK 125/10; Interpretacja indywidualna Dyrektora Izby Skarbowej w Poznaniu z 2 grudnia 2009 r., sygn. ILPB3/423-753/09-5/LM; Interpretacja indywidualna Dyrektora Izby Skarbowej w Warszawie z 17 stycznia 2012 r., sygn. IPPB3/423-928/11-2/MS.

⁵⁵ Organy podatkowe twierdzą, że: „należy stwierdzić, iż sprzedaż odpadów nie jest wymieniona w zezwoleniu, a wyłącznie dochód uzyskany z działalności gospodarczej, w zakresie określonym w zezwoleniu, prowadzonej na terenie specjalnej strefy ekonomicznej podlega zwolnieniu z pdop”, por. np. Wyrok NSA z 13 grudnia 2016 r., sygn. II FSK 3357/14; Interpretacja indywidualna Dyrektora Izby Skarbowej w Poznaniu z 10 czerwca 2011 r., sygn. ILPB3/423-105/11-3/MM.

ust. 4 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz kosztów niestanowiących kosztów uzyskania przychodów na podstawie art. 16 ust. 1 tej ustawy.

Bezpośrednio do sposobu rozliczania dochodu w przypadku prowadzenia działalności opodatkowanej i zwolnionej odnosi się art. 7 ust. 3 pkt 1 i 3 oraz ust. 4 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych. Zgodnie z tymi przepisami przy ustalaniu dochodu stanowiącego podstawę opodatkowania lub przy ustalaniu straty nie uwzględnia się przychodów oraz kosztów uzyskania przychodów, jeżeli dochody z tych źródeł są wolne od podatku. Regulacja ta wskazuje, że dla celów podatkowych należy wydzielić strumienie przychodów i kosztów z działalności podlegającej opodatkowaniu i pozostałej działalności (w szczególności zwolnionej z opodatkowania z tytułu działalności na terenie strefy).

W świetle powyższego, w celu usystematyzowania kategorii kosztów i przychodów, w przedmiocie pracy przyjęto następującą nomenklaturę: ogół przychodów i kosztów ustalonych zgodnie z powyższymi przepisami to przychody i koszty podatkowe, w ramach których w dalszej kolejności zostaną wydzielone przychody i koszty opodatkowane oraz przychody i koszty zwolnione z tytułu działalności na terenie strefy (przychody i koszty strefowe zwolnione).

Dodatkowo art. 15 ust. 2 w związku z ust. 2a ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych wskazuje, że jeżeli podatnik ponosi koszty uzyskania przychodów ze źródeł, z których dochód podlega opodatkowaniu, oraz koszty związane z przychodami zwolnionymi z opodatkowania, a nie jest możliwe ustalenie kosztów uzyskania przypadających na poszczególne źródła przychodów, koszty te ustala się w takim stosunku, w jakim pozostają przychody zwolnione w ogólnej kwocie przychodów. Zgodnie z powyższym przepisem, koszty ogólne, które nie mogą zostać alokowane bezpośrednio do działalności opodatkowanej albo zwolnionej, mogą podlegać alokacji proporcjonalnej na podstawie tzw. klucza przychodowego (tj. przypisanie kosztów ogólnych do działalności strefowej w części odpowiadającej stosunkowi przychodów z działalności strefowej zwolnionej do ogółu przychodów).

Niezależnie od powyższych regulacji dotyczących rozliczania zwolnionego dochodu strefowego, istnieje wiele istotnych dla przedsiębiorców strefowych zagadnień, które nie znajdują rozstrzygnięcia w przepisach. Te obszary mogą być przedmiotem rozstrzygnięć organów podatkowych, czyli Dyrektora Krajowej Informacji Skarbowej (wcześniej właściwego Dyrektora Izby Skarbowej), w odpowiedzi na wniosek o wydanie interpretacji indywidualnej przepisów prawa podatkowego na podstawie art. 14b ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. Ordynacja podatkowa⁵⁶ czy sądowych, czyli właściwego Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego (dalej: WSA) lub NSA.

⁵⁶ Na koniec okresu objętego badaniem obowiązywał t.j. Dz. U. 2019, poz. 900 z późn. zm.

Rozstrzygnięcia te dotyczą przeważnie bardzo szczegółowych kwestii w zakresie rozliczeń podatkowo-strefowych, niemniej jednak często mają one wpływ na sposób ustalania wartości zwolnienia i *EDB* przez przedsiębiorców strefowych.

Można odnieść wrażenie, że niejednokrotnie stanowiska tych organów są przygotowywane jedynie na podstawie analizy przepisów podatkowych bez uwzględnienia koncepcji pomocy regionalnej i kategorii *EDB*. Prowadzi to do zniekształcenia wartości deklarowanego wykorzystania pomocy regionalnej przez podmioty strefowe i oderwania wartości *EDB* od rzeczywistej korzyści finansowej tych przedsiębiorców. W rezultacie powyższe powoduje częściowe wypaczenie systemu pomocy regionalnej udzielanej w strefach w formie zwolnienia z podatku dochodowego. Tym ważniejsze stało się zatem dostarczenie przedsiębiorcom narzędzia, które pozwoli im rzetelnie ustalić wartość realnej korzyści finansowej wynikającej ze zwolnienia strefowego.

Przykładów rozstrzygnąć organów podatkowych i sądowych, które nie są zgodne z systemem pomocy regionalnej, jest co najmniej kilka. Jednak dwa z nich są najbardziej wyraziste, gdyż dotyczą bardzo dużej grupy podmiotów strefowych, a dodatkowo mogą prowadzić do znacznych wartościowo zaburzeń w wykorzystaniu pomocy regionalnej.

Pierwsza z tych kwestii to konsekwentne odmawianie przez organy podatkowe i sądowe podmiotom strefowym możliwości rozliczania strat pochodzących ze zwolnionej działalności strefowej z dochodami z tej działalności wygenerowanymi w kolejnych pięciu latach⁵⁷. Powyższe stanowisko skutkuje zmniejszeniem realnej wartości przysługującego zwolnienia strefowego.

Kwestia ta jest o tyle ważna, że stanowisko organów całkowicie nie znajduje uzasadnienia w przepisach podatkowych i jest sprzeczne z regulacjami dotyczącymi *EDB*. Jak wskazano bowiem w podrozdziale 2.3, zgodnie z § 4 pkt 2 lit. b) rozporządzenia w sprawie szczegółowego sposobu obliczania wartości pomocy publicznej udzielanej w różnych formach, wartość pomocy w przypadku obniżenia podstawy opodatkowania jest równa różnicy między kwotą podatku należnego bez uwzględnienia obniżenia podstawy opodatkowania a kwotą podatku po jej obniżeniu. To oznacza, że od hipotetycznej wartości podatku, który byłby należny bez zwolnienia (czyli w sytuacji, gdyby dany podmiot nie działał w strefie), należy odjąć wartość faktycznego zobowiązania podatkowego przedsiębiorcy strefowego. A niewątpliwie w przypadku braku zwolnienia strefowego podatnik miałby prawo do rozliczenia strat podatkowych i dlatego w ten właśnie sposób należy ustalić odjemną w wyżej przytoczonym działaniu. Powyższe

⁵⁷ Np. Wyrok NSA z 8 października 2009 r., sygn. II FSK 621/08; Wyrok WSA we Wrocławiu z 17 października 2008 r., sygn. I SA/Wr 633/08; Interpretacja indywidualna Dyrektora Krajowej Informacji Skarbowej z 12 kwietnia 2017 r., sygn. 2461-IBPB-1-3.4510.84.2017.1.AB.

proceedzi do wniosku, że wartość pomocy publicznej, a w konsekwencji również wartość zwolnionego dochodu powinna być ustalana po uwzględnieniu możliwości rozliczania strat strefowych z dochodem strefowym w kolejnych latach⁵⁸.

Negatywne skutki tego podejścia odczuwają praktycznie wszyscy przedsiębiorcy strefowi, ponieważ przypadki przedsiębiorców, którzy na żadnym etapie działalności nie odnotowali strat w związku z działalnością strefową, są jednostkowe. W skrajnych przypadkach, gdy początkowe straty są bardzo duże, może okazać się, że korzystanie ze zwolnienia strefowego jest nieopłacalne, gdyż dany przedsiębiorca odniósłby większą korzyść z tytułu rozliczenia strat z lat poprzednich niż warta jest cała przysługująca mu pomoc publiczna w ramach działalności w strefie.

Drugim zagadnieniem, które może w znacznym stopniu zmieniać rachunek opłacalności działalności w strefie, jest stanowisko organów podatkowych, zgodnie z którym alokacja za pomocą klucza przychodowego może dotyczyć wyłącznie kosztów pośrednich (dotyczących zarówno działalności opodatkowanej i zwolnionej), podczas gdy przychody pośrednie o analogicznym charakterze (tj. mające związek równocześnie z działalnością opodatkowaną i zwolnioną) powinny w całości podlegać opodatkowaniu⁵⁹. Powyższe oznaczają, że przykładowo koszty z tytułu różnic kursowych, które pochodzą zarówno z działalności zwolnionej, jak i opodatkowanej (i nie ma praktycznej możliwości ich bezpośredniej alokacji), powinny być alokowane pomiędzy dochód zwolniony i opodatkowany na podstawie klucza przychodowego. Natomiast przychody z tytułu różnic kursowych ten sam przedsiębiorca powinien w całości opodatkować. Powyższe podejście skutkuje rażącą asymetrią w rozliczaniu przychodów i kosztów o analogicznym charakterze i w bardzo wielu przypadkach prowadzi do zawyżenia dochodu opodatkowanego i zaniżenia dochodu zwolnionego, który jest podstawą wyliczenia *EDB*.

W świetle powyższego, można stwierdzić, że regulacje dotyczące sposobu ustalania wartości zwolnienia podatkowego z tytułu działalności w specjalnej strefie ekonomicznej w Polsce nie zawsze są wystarczająco jednoznaczne i przejrzyste. To powoduje, że wartość rzeczywistej korzyści finansowej przedsiębiorców strefowych z jednej strony – z uwagi na obszary nieuregulowane w przepisach – jest trudna do wyliczenia, ale równocześnie – z powodu przyjętej linii orzeczniczej – jest często zniekształcona.

⁵⁸ A. Skręt-Bednarz, A. Pławiak, *Rozliczanie strat z tytułu działalności na terenie specjalnej strefy ekonomicznej po cofnięciu zezwolenia*, „Monitor Podatkowy” 2012, nr 12, s. 52.

⁵⁹ Np. Wyrok WSA w Krakowie z 20 czerwca 2013 r., sygn. I SA/Kr 646/13; Interpretacja indywidualna Dyrektora Izby Skarbowej w Warszawie z 2 stycznia 2012 r., sygn. IPPB3/423-863/11-4/MS; Interpretacja indywidualna Dyrektora Krajowej Informacji Skarbowej z 3 listopada 2017 r., sygn. 0111-KDIB1-2.4010.252.2017.1.BG.

Dodatkowo należy zauważyć, że rachunek korzyści przedsiębiorcy strefowego powinien również odzwierciedlać odpowiednio wartość kosztów, które przedsiębiorcy strefowi muszą ponosić, żeby uzyskać, a następnie utrzymać prawo do zwolnienia podatkowego, a które nie byłyby ponoszone, gdyby dany podmiot nie działał w strefie. Do kosztów takich należy przede wszystkim opłata administracyjna (wspomniana w podrozdziale 1.3). Jest to opłata uiszczana przez każdego przedsiębiorcę przez cały okres działalności w strefie na rzecz zarządzającego. Jej wysokość generalnie zależy od wielkości zajmowanego przez przedsiębiorcę terenu, rodzaju prowadzonej działalności, wielkości zatrudnienia, obrotów czy natężenia ruchu towarowego, ale w pewnym zakresie mogła podlegać negocjacjom na etapie ubiegania się o zezwolenie. Z badań wynika, że wysokość tej opłaty w rzeczywistości mieści się w przedziale od 1 tys. zł do 3 tys. zł miesięcznie za 1 ha nieruchomości włączonych do strefy⁶⁰.

Jednak opłata administracyjna nie jest jedynym kosztem dodatkowym ponoszonym przez przedsiębiorców strefowych, którego nie ponosiliby działając poza strefą. Podmioty strefowe są bowiem obciążone wieloma dodatkowymi obowiązkami administracyjnymi, jak konieczność prowadzenia odrębnej ewidencji księgowej czy okresowego raportowania stanu inwestycji do zarządzającego strefą, których wypełnianie również wiąże się z określonymi nakładami (pracy ludzkiej, dostosowania systemu itp.). Ponadto należy pamiętać, że w określonych sytuacjach dodatkowym kosztem mogą stać się również koszty utrzymania miejsc pracy lub własności środków trwałych przez wymagany okres. Taki przypadek może wystąpić, jeśli z uwagi na sytuację gospodarczą przedsiębiorca rozważyłby obniżenie poziomu zatrudnienia i/lub sprzedaż części majątku.

Niezależnie od powyższych kosztów bieżących, ponoszonych w trakcie działalności w strefie, nie należy również zapominać o kosztach związanych z ubieganiem się o zezwolenie strefowe – tj. kosztach czynności prawnych, administracyjnych i przygotowawczych, których przedsiębiorca nie ponosiłby, realizując inwestycję poza strefą. Do tych kosztów można zaliczyć m.in. koszty opłat notarialnych związanych z zawarciem umów przedwstępnych dających przedsiębiorcy tytuł prawny niezbędny do ubiegania się o zezwolenie strefowe, koszty zakupu specyfikacji istotnych warunków przetargu i rokowań (od kilku do kilkunastu tys. zł) i przygotowania dokumentacji przetargowej. Czasem w literaturze wymienia się również dodatkowy koszt nabycia lub najmu nieruchomości na terenie strefy, który wynika z uwzględnienia w cenie sprzedaży lub najmu faktu, że nieruchomość jest położona na terenie strefy, a co się z tym wiąże – działalność wykonywana na jej terenie może korzystać ze zwolnienia podatkowego⁶¹.

⁶⁰ A. Sztando, *Koszty uzyskania regionalnej pomocy publicznej w specjalnych strefach ekonomicznych*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2008, nr 3 (1203), s. 463.

⁶¹ Ibid., s. 464-466.

Większość powyższych kosztów jest wprawdzie uwzględniona w kalkulacji zwolnionego dochodu strefowego i odpowiednio pomniejsza wartość otrzymanej pomocy publicznej (wyjątek mogą stanowić koszty związane z ubieganiem się o zezwolenie, które są ponoszone przed rozpoczęciem działalności w strefie). Jednakże należy zauważyć, że przedsiębiorca nie ponosiłby tych kosztów w ogóle, gdyby nie działał w strefie.

W konsekwencji nasuwa się konieczność ustalenia realnej wartości pomocy publicznej uzyskiwanej przez przedsiębiorców z tytułu działalności w strefie w formie zwolnienia z podatku dochodowego. Podsumowując powyższe rozważania, można wskazać, że wartość taka powinna przede wszystkim uwzględniać:

- korekty wynikające ze stanowisk organów podatkowych i orzecznictwa sądowego, które budzą wątpliwości w zakresie ich zgodności z koncepcją *EDB*,
- rzeczywisty koszt kapitału, a nie stopę dyskontową stosowaną dla celów pomocy publicznej,
- dodatkowe koszty zwolnienia strefowego.

3. Metoda szacowania ekonomicznej wartości zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych w specjalnej strefie ekonomicznej

3.1. Ocena walorów aplikacyjnych poszczególnych sposobów ustalania wartości przedsiębiorstwa dla celów proponowanej metody

Opracowana metoda szacowania wartości pomocy publicznej w formie zwolnienia z podatku dochodowego w specjalnej strefie ekonomicznej miała w założeniu stanowić narzędzie dla przedsiębiorców, przy pomocy którego mogliby oszacować rzeczywistą korzyść finansową z tytułu ulokowania inwestycji w specjalnej strefie ekonomicznej, a dzięki temu podjąć racjonalną decyzję o realizacji inwestycji w strefie lub poza nią. W związku z powyższym, przy opracowaniu metody niezbędne było przyjęcie perspektywy zgodnej z oczekiwaniami osób zarządzających przedsiębiorstwem oraz właścicieli. Metoda ta miała pozwalać na ustalenie różnicy w sytuacji finansowej przedsiębiorstwa planującego inwestycję w zależności od tego, czy zrealizuje daną inwestycję w specjalnej strefie ekonomicznej, czy poza nią. Z uwagi na analogiczne zasady korzystania ze zwolnienia podatkowego opracowana metoda będzie mogła mieć zastosowanie do przedsiębiorców planujących inwestycję w ramach aktualnie dostępnego systemu na podstawie decyzji o wsparciu.

Przy opracowywaniu metody przyjęto – zgodnie ze współczesną teorią finansów – że celem przedsiębiorstw jest maksymalizacja ich wartości⁶². Termin „wartość” może być rozumiany w trzech głównych znaczeniach: wartość jako miara (np. matematyczna, fizyczna), wartość w sensie ekonomicznym (wartość wymienna itp.), wartość w sensie filozoficznym (niematerialna)⁶³. Przedsiębiorstwo jest nakierowane na zwiększanie swojej wartości w sensie ekonomicznym. W tym kontekście wartość ekonomiczna jest rozumiana jako wartość, która może być wyrażona w kategoriach pieniężnych lub jako zdolność danego dobra do zaspokojenia konkretnych potrzeb materialnych. Powyższe można podsumować,

⁶² A. Damodaran, *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice 2007, s. 44; C. Guermat, I.U. Misirlioglu, A.M. Al-Omush, *The Long-term Effect of Economic Value Added Adoption on the Firm's Business Decision*, „Accounting Research Journal” 2019, Vol. 32(3), s. 497; A. Kiss, *Empirical Analysis of the Role of the Firms' Value Drivers*, Network Intelligence Studies, „Romanian Foundation for Business Intelligence” 2015, Iss. 6, s. 93; V.M. Ion, *Sources of Enterprise Value*, „Junior Scientific Researcher” 2016, Vol. II(1), s. 46.

⁶³ A. Bourguignon, *Management Accounting and Value Creation: The Profit and Loss of Reification*, „Critical Perspectives on Accounting” 2005, Vol. 16(4), s. 359-360.

że celem przedsiębiorstwa jest pomnażanie bogactwa jego właścicieli⁶⁴, czyli zwiększanie ich stanu posiadania⁶⁵ w ujęciu długoterminowym. W tym miejscu warto nadmienić, że obecnie kwestia prymatu właścicieli w kontekście celu działania przedsiębiorstwa jest przedmiotem szerokiej debaty w literaturze, w której w ostatnim czasie coraz więcej uwagi zyskuje teoria interesariuszy. Zgodnie z nią, celem działania przedsiębiorstwa powinna być maksymalizacja korzyści dla społeczeństwa lub ogółu interesariuszy, a nie jedynie właścicieli.

Jednak w niniejszej pracy, z uwagi na przyjęcie perspektywy mikroekonomicznej, uwzględnienie szerokich efektów dla społeczeństwa mogłoby zniekształcić wyniki i utrudnić wyciągnięcie prawidłowych wniosków. W związku z powyższym wydaje się, że efektywność prowadzenia działalności gospodarczej w strefie oraz wartość zwolnienia podatkowego powinny być oceniane przez pryzmat ich wpływu na wartość przedsiębiorstwa z punktu widzenia jego właścicieli. Natomiast wartość zwolnienia podatkowego z perspektywy przedsiębiorstwa i jego właścicieli wynosi tyle, o ile zmienia się wartość tego przedsiębiorstwa w wyniku korzystania ze zwolnienia.

W celu rozstrzygnięcia, czy przyjęta perspektywa jest odpowiednia, należy rozważyć, czy wartość przedsiębiorstwa jest uzależniona od korzystania przez ten podmiot ze zwolnienia podatkowego. W literaturze przedmiotu uznaje się, że stawka podatku dochodowego jest jednym z podstawowych czynników wzrostu wartości przedsiębiorstwa (*value drivers*)⁶⁶. Oznacza to zatem, że korzystanie ze zwolnienia strefowego, które powoduje znaczne obniżenie efektywnej stawki podatkowej, powinno mieć wpływ na wartość przedsiębiorstwa. W literaturze można również spotkać się z twierdzeniem, że do wzrostu wartości przedsiębiorstw przyczynia się wyłącznie długotrwałe i stopniowe zmniejszanie stawki podatku dochodowego, natomiast jednorazowe zmniejszenie stawki podatkowej nie ma większego wpływu na zmianę wartości przedsiębiorstwa⁶⁷. Należy jednak uznać, że to twierdzenie jest prawdziwe tylko w przypadku obniżki stawki

⁶⁴ M. Gorczyńska, M. Wieczorek-Kosmala, K. Znanińska, *Finanse przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego, Katowice 2008, s. 16-18; J. Nowicki, *Zwiększanie wartości dla właścicieli a cel działania przedsiębiorstwa w teorii firmy*, „Zeszyty Naukowe. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2012, nr 737(56), s. 201; M.C. Daraban, *Accounting as a 21st Century Business Value Driver*, CBU International Conference Proceedings 2017, ISE Research Institute, Vol. 5, s. 104; P.M. Vasudev, *Beyond Shareholder Value: A Framework for Stakeholder Governance*, Edward Elgar Publishing 2021, s. 9.

⁶⁵ J. Czekaj, Z. Dresler, *Podstawy zarządzania finansami firm*, Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1997, s. 12.

⁶⁶ A. Dulinić, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2001, s. 147; M. Akalu, *Measuring and Ranking Value Drivers*, Tinbergen Institute Discussion Paper 2002 No. 02-043/2, s. 2; A. Kiss, op. cit., s. 93.

⁶⁷ G. Homafar, J. Zietz, O. Benkato, *An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence*, „Journal of Business Finance and Accounting” 1994, Vol. 21(1), s. 10; P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2007, s. 35.

podatkowej dotyczącej wszystkich podatników. Natomiast w przypadku zwolnienia podatkowego w specjalnej strefie ekonomicznej następuje jednorazowe obniżenie stawki podatkowej obowiązującej w okresie działalności w strefie, które dotyczy wybranego podatnika, co znacząco wpływa na uzyskanie przez niego przewagi konkurencyjnej. Dlatego też uzyskanie takiego przywileju będzie się przekładać na zmianę wartości danego przedsiębiorstwa.

Ponadto należy pamiętać, że korzystanie z obniżonej do 0% stawki podatku dochodowego w odniesieniu do dochodów strefowych to nie jedyna implikacja prowadzenia działalności w specjalnej strefie ekonomicznej. Przedsiębiorstwa prowadzące działalność na terenie specjalnej strefy ekonomicznej (przedsiębiorstwa strefowe) muszą się również liczyć ze zmianą części zasad rozliczeń podatkowych (brak prawa do rozliczania strat, sposób alokacji kosztów i przychodów), koniecznością wypełnienia pewnych zobowiązań (obowiązek poniesienia określonej wartości nakładów inwestycyjnych i utworzenia określonej liczby nowych miejsc pracy, obowiązek utrzymania inwestycji, nabytych środków trwałych i utworzonych miejsc pracy przez wskazany minimalny okres) oraz ponoszenia pewnych kosztów dodatkowych (opłata administracyjna). W tym kontekście należy rozważyć, czy wartość przedsiębiorstwa jest miarą wystarczająco kompleksową, aby odzwierciedlić wpływ wszystkich wyżej wymienionych aspektów działalności strefowej. W tym celu należy przeanalizować, jakie są podstawowe – oprócz wspomnianej już stawki podatku dochodowego – czynniki wpływające na wartość przedsiębiorstwa.

Według A. Rappaporta⁶⁸ nośniki wartości, zwane również generatorami wartości (*value drivers*), można podzielić na:

- operacyjne – marża (stopa marży) zysku operacyjnego, stawka podatku dochodowego,
- inwestycyjne – inwestycje w aktywa trwałe, inwestycje w kapitał obrotowy netto,
- finansowe – koszt kapitału, struktura kapitału (czyli podział kapitału długoterminowego na kapitał własny i zobowiązania długoterminowe⁶⁹),
- ogólne – strategiczny okres możliwości kreowania wartości, zwany też okresem przewagi konkurencyjnej.

Mając na uwadze elementy immanentnie związane z działalnością prowadzoną w strefie, wśród nośników wartości o wyjątkowym znaczeniu dla podmiotów strefowych należy wymienić przede wszystkim marżę zysku, która jest kształtowana m.in. przez zobowiązania inwestycyjne oraz koszty dodatkowe. Kolejny nośnik wartości – poziom inwestycji w aktywa trwałe u tych podmio-

⁶⁸ A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 65.

⁶⁹ A. Dulinić, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2001, s. 15.

tów – wynika z zobowiązań inwestycyjnych. Z kolei na strukturę i koszt kapitału mają wpływ wszystkie aspekty działalności strefowej łącznie. W przypadku takich podmiotów wartość zwolnienia podatkowego z poprzednich lat zmienia bowiem strukturę, a przez to również koszt kapitału w kolejnych latach. Korzystanie ze zwolnienia strefowego zwiększa bowiem zysk netto (poprzez zmniejszenie wartości podatku potrącanego od zysku brutto), który wpłynie na zwiększenie wartości kapitału własnego w bieżącym okresie oraz – jeśli tylko przedsiębiorca nie wypłaca dywidendy o wartości 100% zysku netto – we wszystkich kolejnych okresach jako zysk zatrzymany z lat poprzednich. Ponieważ koszt kapitału jest ustalany jako średni ważony koszt pozyskania kapitału z poszczególnych źródeł finansowania z uwzględnieniem udziału tych źródeł w ogólnej strukturze kapitału, to powyższa zmiana wpłynie również na wartość kosztu kapitału ustalanego dla kolejnych lat działalności.

Niezależnie od powyższego, wśród nośników wartości przedsiębiorstwa w literaturze wyróżnia się jeszcze czynniki o charakterze makroekonomicznym, do których należy m.in. system podatkowy⁷⁰, obejmujący, oprócz stawki podatkowej, również szczegółowe zasady rozliczeń podatkowych (jak np. brak prawa do rozliczania strat z działalności strefowej).

W efekcie stwierdzono, że wszystkie wskazane powyżej konsekwencje prowadzenia działalności w ramach specjalnej strefy ekonomicznej zawierają się w wymienionych nośnikach wartości przedsiębiorstwa. Szczegółowa analiza wpływu działalności strefowej na generatory wartości inne niż stawka podatku dochodowego została opisana w podrozdziale 3.3. Jednak już na tym etapie stwierdzono, że wykorzystanie modelu wartości przedsiębiorstwa jest uzasadnione dla szacowania ekonomicznej wartości zwolnienia podatkowego w strefie, gdyż pozwala uwzględnić kompleksowo wpływ ulokowania inwestycji w specjalnej strefie ekonomicznej na sytuację finansową przedsiębiorstwa.

W dalszej kolejności przeanalizowano, w jaki sposób powinna być mierzona wartość przedsiębiorstwa dla celów opracowanej metody, gdyż może ona być oceniana z różnych perspektyw. Do podstawowych kategorii wartości przedsiębiorstwa należą⁷¹:

- wartość księgowa,
- wartość odtworzeniowa,
- wartość likwidacyjna,
- wartość rezydualna,
- wartość dochodowa,

⁷⁰ P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2007, s. 55.

⁷¹ Na podstawie: D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości, Warszawa 1999, s. 25-37; S. Nahotko, *Współczesne metody wyceny wartości przedsiębiorstwa*, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa, Bydgoszcz 1998, s. 33.

- wartość rynkowa,
- wartość ekonomiczna.

Do ustalenia wartości przedsiębiorstwa służą różne metody wyceny, które można podzielić na metody: majątkowe, dochodowe, mieszane oraz porównawcze⁷². Metody majątkowe pozwalają na ustalenie wartości księgowej, odtworzeniowej lub likwidacyjnej. Metody dochodowe pozwalają na oszacowanie wartości dochodowej przedsiębiorstwa, która powinna być skorelowana z jego wartością rynkową. Metody mieszane stanowią instrumenty hybrydowe łączące cechy metod majątkowych i dochodowych. Natomiast metody porównawcze uwzględniają wartość rynkową zależną od ceny akcji przedsiębiorstwa. Każda z tych miar i metod wyceny ma określone wady i zalety.

Majątkowe metody wyceny przedsiębiorstwa są obiektywne, gdyż ustalone są na podstawie danych wynikających z rachunkowości⁷³. Uzyskane dzięki nim wyniki mogą być dezagregowane, czyli podzielone na części składowe, a dzięki temu mogą dostarczać szczegółowych informacji do analizy finansowej. Dane do ich kalkulacji podlegają okresowemu raportowaniu, a dostęp do nich jest bezpośredni. Z drugiej jednak strony miary księgowe w literaturze przedmiotu są uznawane za niewystarczające do kompleksowej oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, gdyż przede wszystkim nie uwzględniają kosztów kapitału własnego (a jedynie koszt kapitału obcego)⁷⁴ oraz są obciążone wieloma uproszczeniami, m.in. opierają się na danych historycznych i wielkościach księgowych ustalanych metodą konserwatywną⁷⁵, dlatego w większości przypadków nie dostarczają wiarygodnych wyników⁷⁶. Jednak najważniejszym zastrzeżeniem w stosunku do metod majątkowych jest brak istotnej korelacji pomiędzy wartością księgową a wartością rynkową przedsiębiorstwa⁷⁷. Powyższe wnioski po-

⁷² M. Melich, *Nowoczesne metody wyceny przedsiębiorstw*, w: *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, red. A. Szablewski, R. Tuzimek, Poltext, Warszawa 2004, s. 143; F.J. López-Arceiz, A.J. Bellostas, P. Rivera, *Twenty Years of Research on the Relationship Between Economic and Social Performance: A Meta-analysis Approach*, „Social Indicators Research” 2018, Vol. 140, s. 459; J.C. Riascos Hemoza, J.E. Molina, *Brief Considerations on Business Valuation Methods*, „Revista Tendencias” 2017, Vol. 18(2), s. 169.

⁷³ E. Maćkowiak, *Wartość przedsiębiorstwa w sprawozdaniu finansowym*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2012, nr 82, s. 94.

⁷⁴ B. Sujata, *Does the EVA Valuation Model Explain the Market Value of Equity Better under Changing Required Return than Constant Required Return?*, „Financial Innovation” 2020, Vol. 6(1), s. 3; A. Karmańska, *Wartość ekonomiczna w systemie informacyjnym rachunkowości finansowej*, Difin, Warszawa 2009, s. 93-94.

⁷⁵ Ibid.

⁷⁶ B. Cornell, *Wycena spółek: metody i narzędzia efektywnej wyceny*, K.E. Liber, Warszawa 1999, s. 29.

⁷⁷ K. Pniewski, B. Bartoszewicz, *Kreowanie wartości jako cel nadrzędny*, w: *Value Based Management: koncepcje, narzędzia, przykłady*, red. A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz, Poltext, Warszawa 2008, s. 50; M. Grabowska, *Wartość rynkowa oznaką pozycji i przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2013, nr 786(64/1), s. 154.

twierdza zestawienie wartości wskaźnika wartość rynkowa/wartość księgowa (*market-to-book ratio*) czołowych koncernów międzynarodowych według Financial Times Global 500, których poziom może oscylować między 0 a 5, a rozkład tych wartości jest przypadkowy⁷⁸. W efekcie metody majątkowe mają ograniczone zastosowanie w praktyce, z wyjątkiem spółek użyteczności publicznej⁷⁹. Dlatego też w ramach prowadzonych badań metody majątkowe zostały wykluczone jako nieadekwatne do celów opracowanej metody.

Metody dochodowe są przeważnie oparte na różnego rodzaju szacunkach dotyczących przyszłych wyników przedsiębiorstwa (w zakresie przepływów pieniężnych, zysków czy dywidend) oraz kosztu kapitału. Pozwalają one na wycenę wartości wygenerowanej przez dany podmiot w danym przedziale czasowym. Metody te od wielu lat dominują przy szacowaniu wartości większości przedsiębiorstw. Wycena według metod dochodowych opiera się na szacowaniu oczekiwanych wartości wyżej wymienionych kategorii, więc opiera się na danych wewnętrznych (co powoduje zmniejszenie ryzyka błędu wynikającego z fluktuacji cen czy baniek spekulacyjnych w porównaniu do metod rynkowych opisanych poniżej). Jednak konieczność szacowania tych wartości wymaga przyjęcia licznych założeń i zwiększa ryzyko popełnienia błędów⁸⁰. W związku z tym metody te w klasycznym kształcie są uważane za miary subiektywne, przez co również zostały wykluczone dla celów opracowanej metody.

Z kolei metody rynkowe zwane mnożnikowymi lub porównawczymi oparte są na założeniu, że najlepszych informacji potrzebnych do wyceny przedsiębiorstwa dostarcza rynek finansowy. Metody te również są szeroko stosowane w praktyce, jednak ich stosowanie ograniczone jest pewnymi warunkami, m.in.: stopniem dojrzałości rynku kapitałowego w danym kraju oraz specyfiką obiektu wyceny. Często wykorzystują mnożniki charakterystyczne dla danej branży⁸¹, co uniemożliwia ich uniwersalne zastosowanie. Uznaje się, że odzwierciedlają wygenerowaną przez przedsiębiorstwo wartość i są skorelowane ze zmianami wartości dla akcjonariuszy, jednak w ujęciu tradycyjnym mogą być stosowane wyłącznie dla przedsiębiorstw, których papiery wartościowe są przedmiotem publicznego obrotu⁸². Natomiast przy wykorzystaniu mnożników możliwe jest ich zastosowanie również do innych podmiotów, jednak wtedy konieczny jest odpowiedni dobór podmiotu porównywalnego i zastosowanie dobrze dopasowanych mnożników ryn-

⁷⁸ K. Pniewski, B. Bartoszewicz, op. cit., s. 50; P. Tomczyk, *Klient jako źródło wartości przedsiębiorstwa*, w: *Przedsiębiorstwo a otoczenie*, red. T. Pakulska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012, s. 65.

⁷⁹ A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej – koncepcje, systemy, narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 239.

⁸⁰ W. Patena, *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa*, WoltersKluwer, Warszawa 2011, s. 81.

⁸¹ P. Dunal, *Rynkowe metody wyceny przedsiębiorstw*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica” 2014, nr 300(2), s. 63.

⁸² A. Karmańska, op. cit., s. 92.

kowych. W efekcie metody te uznano za zbyt skomplikowane i obciążone ryzykiem błędu, żeby mogły stanowić podstawę do wypracowania metody szacowania pomocy publicznej w formie zwolnienia podatkowego w strefie.

Przy opracowywaniu opisywanej metody wykluczono również większość tradycyjnych wskaźników efektywności przedsiębiorstwa, jak wskaźnik rentowności inwestycji (ROI – *Return on Investment*), wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE – *Return on Equity*) czy zysk netto. Wprawdzie pozwalają one na okresowy pomiar wyników, jednak posługują się kategoriami, które w literaturze uznaje się za słabo skorelowane z wartością przedsiębiorstwa.

Koncepcją, która jest nakierowana na maksymalizację wartości przedsiębiorstwa, a która jednocześnie pozwala na okresową weryfikację wyników przedsiębiorstwa, jest Value Based Management (dalej: VBM) – zarządzanie opierające się na wartości⁸³. Jest to strategia zarządzania działalnością, zgodnie z którą każde działanie przedsiębiorstwa jest uzasadnione, jeśli prowadzi do wzrostu jego wartości. Aby zapewnić osiągnięcie tego celu, VBM zakłada analizę i weryfikację wpływu działań na wartość przedsiębiorstwa najpierw na etapie planowania i podejmowania decyzji⁸⁴ (*ex ante*), a następnie okresową kontrolę i ocenę efektów (*ex post*). W związku z powyższym VBM posługuje się odpowiednimi narzędziami pomiarowymi⁸⁵, które pozwalają na zintegrowanie procesu planowania i wyceny z pomiarem wyników działalności. Można powiedzieć, że VBM to ogniwo łączące strategię działania z wynikami finansowymi⁸⁶.

Powyższe wymogi spełnia para mierników wartości dodanej: ekonomiczna wartość dodana (dalej: *EVA – Economic Value Added*) oraz rynkowa wartość dodana (dalej: *MVA – Market Value Added*). Obydwie miary (w dalszej części pracy nazywane również łącznie miernikami wartości dodanej) są związane z koncepcją, która jako pierwsza pozwoliła zarówno na wycenę przedsiębiorstwa w długim okresie, jaki i na pomiar jego efektywności w ujęciu rocznym.

EVA wprawdzie nie została stworzona jako metoda wyceny przedsiębiorstwa, ale jako miara jego efektywności, która wskazuje na dynamikę zmian w wartości przedsiębiorstwa. Miernik ten został opracowany w 1989 r. przez Stern Stewart & Co.⁸⁷ i ma swoje korzenie w koncepcji tzw. zysku rezydualnego

⁸³ J. Pioch, *Destrukcja wartości dla akcjonariuszy – wybrane czynniki*, w: *Zarządzanie wartością firmy w dobie kryzysu*, red. S. Kasiewicz, L. Pawłowicz, CeDeWu, Warszawa 2003, s. 35.

⁸⁴ A. Karmańska, op. cit., s. 90; M. Ausloos, *Valuation Models Applied to Value-Based Management – Application to the Case of UK Companies with Problems*, „Forecasting” 2020, Vol. 2, s. 551.

⁸⁵ P. Szczepankowski, op. cit., s. 25.

⁸⁶ T. Pawlonka, J. Bereźnicka, *Zarządzanie oparte na wartości – filozofia i wyzwanie w zarządzaniu finansami współczesnego przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie. Polityki Europejskie, Finanse i Marketing” 2018, nr 19(68), s. 203; W. Schultze, T. List, B. Schabert, T. Dinh, *Economic Consequences of Implementing and Communicating Value Based Management Systems*, „Journal of Business Finance & Accounting”, 2018, Vol. 45(5-6), s. 515.

⁸⁷ A. Karmańska, op. cit., s. 104.

wprowadzonej do teorii ekonomii przez A. Marshalla już pod koniec XIX w.⁸⁸. *EVA* jest miarą wewnętrzną, tj. kalkulowaną na podstawie informacji wewnętrznych przedsiębiorstwa⁸⁹, która weryfikuje, czy wypracowany przez przedsiębiorstwo zysk operacyjny przewyższa koszt całego zaangażowanego kapitału (a nie tylko kapitału obcego, jak w przypadku zysku księgowego)⁹⁰. W rozumieniu tej koncepcji przedsiębiorstwo jest dochodowe, jeśli generuje przychody wystarczające na pokrycie kosztów działalności oraz kosztów pozyskania kapitału – zarówno obcego, jak i własnego. W związku z powyższym *EVA* ustala się w następujący sposób⁹¹:

$$EVA = NOPAT - IC \times WACC \quad (2)$$

gdzie:

NOPAT – zysk operacyjny po opodatkowaniu (*net operating profit after tax*),

IC – wartość zaangażowanego kapitału (*invested capital*),

WACC – średni ważony koszt kapitału (*weighted average cost of capital*).

Czasem w literaturze można spotkać się ze wzorem *EVA* wykorzystującym *NOPLAT* (*net operating profit less adjusted taxes*)⁹² – zysk operacyjny netto pomniejszony o skorygowany podatek zamiast *NOPAT*. Różnica pomiędzy obydwoma kategoriami sprowadza się wyłącznie do ujęcia w *NOPAT* również wartości podatku odroczonego. Jednak w ramach opracowanej metody w dalszej części pracy zastosowano przeważające w literaturze podejście wykorzystujące *NOPAT*⁹³.

Natomiast *MVA* to miara wartości rynkowej, która wskazuje, o ile aktualna cena kapitału akcyjnego przewyższa wartość zaangażowanego kapitału według wartości księgowej. Miernik ten pozwala ustalić wartość dodaną wygenerowaną przez przedsiębiorstwo ponad zainwestowany w nie kapitał zgodnie z poniższą formułą⁹⁴:

⁸⁸ A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitalowej*, op. cit., s. 86.

⁸⁹ J. Nowicki, *Analiza tworzenia wartości w przedsiębiorstwie*, w: *Analiza finansowa przedsiębiorstwa – ujęcie sytuacyjne*, red. M. Hamrol, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2004, s. 220.

⁹⁰ A. Ehrbar, *EVA. Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Wydawnictwo Finansowe, Warszawa 2000, s. 1; H. Sytnyk, I. Vysochyn, T. Zhuk, I. Olesenko, V. Stratiichuk, *Enterprise Value Management Based on the Stakeholder Approach*, „Problems and Perspectives in Management” 2021, Vol. 19(3), s. 361.

⁹¹ M. Mikołajek-Gocejna, *Ekonomiczna wartość dodana (EVA) – czy rzeczywiście mierzy wartość tworzoną dla akcjonariuszy?*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH”, Warszawa 2005, nr 54, s. 123.

⁹² T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firmy*, WIG-Press, Warszawa 1997, s. 128, 136.

⁹³ P. Nogueira Reis, M. Augusto, *The Terminal Value (TV) Performing in Firm Valuation: The Gap of Literature and Research Agenda*, „Journal of Accounting, Auditing and Finance” 2013, Vol. 9, s. 1625; G. Milano, *Beyond EVA*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2019, Vol. 31(3), s. 117.

⁹⁴ M. Wieczorek, *Źródła wartości dla akcjonariusza*, w: *Wartość w naukach ekonomicznych*, red. H. Zadora, Wydawnictwo Politechniki Śląskiej, Gliwice 2004, s. 164.

$$MVA = MV - IC \quad (3)$$

gdzie:

MV – wartość rynkowa kapitału wyliczona jako iloczyn liczby akcji i ich aktualnego kursu (*market value*).

Tym, co wyróżnia tę parę mierników, jest ich wzajemne powiązanie, które pozwala na wykorzystanie wewnętrznej miary efektywności działalności w ujęciu rocznym (tj. *EVA*) do wyceny wartości przedsiębiorstwa. Dzięki bowiem odzwierciedleniu kosztu kapitału *EVA* może też być używana do ustalenia wartości przedsiębiorstwa⁹⁵ jako element wyceny *MVA*. W takim układzie *MVA* jest ustalana jako suma zdyskontowanych zysków ekonomicznych w kolejnych latach (wyrażonych jako *EVA*), zgodnie z poniższym wzorem⁹⁶:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \quad (4)$$

gdzie:

$t = 1, 2, 3 \dots n$ – kolejne lata prowadzenia działalności w strefie.

Wycena *MVA* należy zatem do dochodowych metod wyceny⁹⁷ i prowadzi do analogicznego wyniku wyceny, jak metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF (*Discounted Cash Flows*)⁹⁸. Jednak *MVA* – w przeciwieństwie do DCF – umożliwia weryfikowanie efektywności i zmian wartości przedsiębiorstwa w układzie rocznym⁹⁹ – poprzez miernik *EVA*. Model wyceny na podstawie mierników wartości dodanej należy do grupy modeli opartych na zysku rezydualnym – zwanych w skrócie RIVM (*Residual Income Valuation Model*)¹⁰⁰ lub RIVR (*Residual Income-based Valuation Relationship*)¹⁰¹.

Powyższa zależność pomiędzy *EVA* i *MVA* implikuje wiele zalet tych mierników, które czynią je wyjątkowo przydatnymi w procesie efektywnego zarządzania przedsiębiorstwem. Po pierwsze dzięki miernikom wartości dodanej możliwe jest ustalenie wartości rynkowej na podstawie wewnętrznych danych przedsiębiorstwa odzwierciedlonych w planowanych poziomach *EVA* w przy-

⁹⁵ I. Bostan, D. Mates, E. Hlaciuc, V. Grosu, E. Iancu, M. Socoliuc, *Implications of the EVA Model Use in the Firm Resources' Performant Allocation Plan*, „Accounting and Management Information Systems” 2010, Vol. 9(1), s. 123.

⁹⁶ E. Knap, *Wykorzystanie Market Value Added (MVA) i Economic Value Added (EVA) w procesie tworzenia wartości na drodze zawierania transakcji fuzji i przejęć*, w: *Zarządzanie wartością firmy w dobie kryzysu*, red. S. Kasiewicz, L. Pawłowicz, CeDeWu, Warszawa 2003, s. 193.

⁹⁷ P. Szczepankowski, op. cit., s. 200.

⁹⁸ E. Knap, op. cit., s. 200; A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej – koncepcje, systemy, narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 87.

⁹⁹ A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, op. cit., s. 114.

¹⁰⁰ D. Ashton, K. Peasnell, P. Wang, *Residual Income Valuation Models and Inflation*, „European Accounting Review” 2011, Vol. 20(3), s. 459.

¹⁰¹ A. Cwynar, W. Cwynar, *Kreacja wartości przedsiębiorstwa i metody pomiaru*, w: *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, red. B. Dobiegała-Korona, A. Herman, Difin, Warszawa 2006, s. 362.

szłych okresach. W efekcie wycena wartości przedsiębiorstwa jest możliwa również w przypadku spółek, których udziały/akcje nie są w publicznym obrocie i dla których trudno ocenić wartość rynkową spółki przy użyciu tradycyjnych wskaźników¹⁰².

Po drugie mierniki wartości dodanej mogą być używane jako narzędzie do planowania *ex ante*, ale również jako narzędzie walidacji rzeczywistych wyników *ex post*¹⁰³. Pozwala to na wprowadzenie zintegrowanego systemu planowania i oceny wyników działalności.

Po trzecie mierniki wartości dodanej mogą być również podstawą systemu motywacyjnego dla kadry zarządzającej. W takim przypadku stają się narzędziem, dzięki któremu następuje ujednolicenie celów właścicieli i zarządów oraz zmniejszenie konfliktu interesów obu grup¹⁰⁴.

Dzięki tym unikalnym cechom *EVA* stała się jedną z najbardziej popularnych miar VBM¹⁰⁵. W świetle powyższego również dla celów określenia efektywności działalności strefowej *EVA* wydaje się miernikiem wystarczająco kompleksowym, ale równocześnie odpowiednio szczegółowym, aby rzetelnie odzwierciedlić ogół zjawisk finansowych specyficznych dla podmiotów strefowych.

W kontekście opracowanej metody znaczenie miały również inne cechy miernika *EVA*. A mianowicie miernik ten umożliwia wybór założeń co do okresu pomiaru, które polegają na¹⁰⁶:

- wyborze perspektywy oceny pomiędzy odzwierciedlaniem kreacji wartości w układzie *ex ante* lub *ex post* – przy czym przy wartości rynkowej obydwu ujęcia się przenikają,
- wyborze horyzontu analizy pomiędzy zastosowaniem mierników rocznych lub wieloletnich.

Dzięki możliwości wyboru perspektywy pomiędzy układem *ex ante* a podejściem *ex post* ustalono, że metoda szacowania ekonomicznej wartości zwolnienia w strefie w oparciu o *EVA* – podobnie jak sam miernik *EVA* – będzie stanowiła narzędzie o szerszym zastosowaniu, które może posłużyć zarówno do oszacowania wartości tej pomocy *ex ante*, tj. przed podjęciem decyzji o rozpoczęciu działalności w specjalnej strefie ekonomicznej, jak i do weryfikacji rzeczywiste wykorzystanej wartości pomocy *ex post*. Ponadto stwierdzono, że

¹⁰² A. Ehrbar, op. cit., s. 44.

¹⁰³ J. McLaren, *A Strategic Perspective on Economic Value Added*, „Management Accounting” 1999, Vol. 77(4), s. 32.

¹⁰⁴ Ibid., s. 30.

¹⁰⁵ A. Cwynar, W. Cwynar, *Stopa zwrotu z kapitału – problemy definiowania*, w: *Zarządzanie wartością firmy w dobie kryzysu*, red. S. Kasiewicz, L. Pawłowicz, CeDeWu, Warszawa 2003, s. 170; B. Bartoszewicz, K. Pniewski, *Pomiar tworzonej wartości w systemie zarządzania wartością*, w: *Value Based Management: koncepcje, narzędzia, przykłady*, red. A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz, Poltext, Warszawa 2008, s. 70.

¹⁰⁶ A. Cwynar, W. Cwynar, *Kreacja wartości przedsiębiorstwa i metody pomiaru*, op. cit., s. 344-345.

metoda szacowania ekonomicznej wartości zwolnienia w strefie w oparciu o *EVA* będzie również umożliwiała weryfikację wartości pomocy publicznej w trakcie korzystania ze zwolnienia, poprzez zastosowanie metody mieszanej, gdzie część okresu będzie oceniana na podstawie danych historycznych, a reszta na podstawie danych prognozowanych do końca okresu funkcjonowania w strefie.

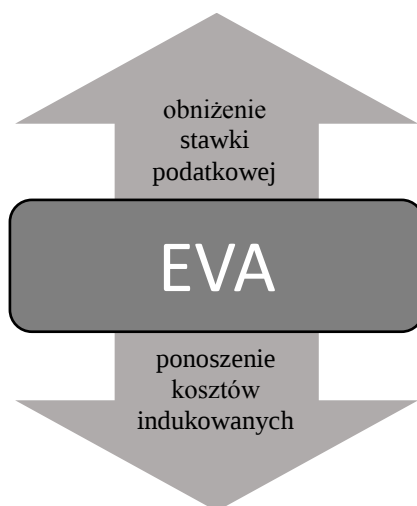
Natomiast możliwość wyboru horyzontu analizy pozwoli na ustalenie wpływu działalności strefowej na sytuację finansową i wartość przedsiębiorstwa zarówno w ujęciu rocznym, jak i w ujęciu wieloletnim. Pierwsze ujęcie pozwoli na oszacowanie ekonomicznej wartości pomocy publicznej w formie zwolnienia podatkowego otrzymanej w danym roku oraz określenie wartości poszczególnych czynników mających wpływ na wartości rocznego zwolnienia. Na podstawie rocznych wyników możliwe będzie z kolei ustalenie wpływu zwolnienia w perspektywie długookresowej. W przypadku strefy szczególnie ważna jest bowiem możliwość agregowania danych dla całego okresu korzystania ze zwolnienia podatkowego.

Pomimo tych niewątpliwych zalet miernika *EVA* dla celów szacowania ekonomicznej wartości zwolnienia w strefie, na kolejnym etapie należało rozważyć, czy kluczowe aspekty prowadzenia działalności strefowej będą w nim uwzględnione w sposób kompleksowy (tj. czy żaden z kluczowych aspektów nie zostanie pominięty), ale równocześnie w sposób odpowiednio szczegółowy (tj. pozwalający na skwantyfikowanie wpływu tego czynnika).

EVA jest w literaturze uznawana za miernik, który odzwierciedla wszystkie sposoby poprawy efektywności każdego biznesu i kreowania bogactwa oraz pokazuje, okres po okresie, wartość dodaną lub utraconą w każdym z tych okresów¹⁰⁷. Obniżenie stawki podatkowej jest uważane za jeden z podstawowych sposobów poprawy efektywności oraz polepszenia ekonomicznej wartości dodanej (*EVA*)¹⁰⁸, ale należy pamiętać, że działalność w strefie wiąże się również z ponoszeniem dodatkowych kosztów, których wpływ na *EVA* jest odwrotny. Powyższe przeciwstawne tendencje przedstawia rysunek 1.

¹⁰⁷ V.K. Bhalla, *Creating Wealth: Corporate Financial Strategy and Decision Making*, „Journal of Management Research” 2004, Vol. 4(1), s. 26.

¹⁰⁸ A. Ehrbar, op. cit., s. 108.



Rysunek 1. Wpływ zjawisk finansowych związanych z działalnością strefową na wartość EVA

Źródło: Opracowanie własne.

W związku z powyższym szacowanie ekonomicznej wartości zwolnienia w strefie to próba ustalenia wzajemnych relacji i salda końcowego tych przeciwnych wpływów. Może wydawać się, że efekty działalności strefowej mogłyby zostać oszacowane również poprzez zmiany samego zysku netto, który jest przecież w takim samym stopniu zależny od efektywnej stawki podatku, wielkości kosztów operacyjnych oraz kosztu kapitału obcego (wynikającego ze zmiany tarczy podatkowej). Jednak EVA jest uważana za miarę o wyższym stopniu korelacji z wartością rynkową przedsiębiorstwa niż zysk księgowy¹⁰⁹, choć w literaturze można spotkać również wyniki badań negujące to twierdzenie¹¹⁰. Natomiast bezsprzeczna przewaga EVA nad zyskiem netto polega na uwzględnieniu czynników, które nie znajdują odzwierciedlenia w zysku księgowym. Przykładem są zmiany wielkości zaangażowanego kapitału własnego (przez zmianę wielkości zysków zatrzymanych z lat poprzednich w związku ze zmianą wartości zapłaconych podatków), które powodują odpowiednie zmiany w koszcie kapitału¹¹¹. Oczywiście EVA uwzględnia również wycenę zjawisk, na które działalność w strefie nie ma bezpośredniego wpływu – długość cykli rotacji, czyli zarządzanie kapitałem obrotowym¹¹², co nie stanowiło jednak prze-

¹⁰⁹ A. K. Bhattacharyya, B.V. Phani, *Economic Value Added – A General Perspective*, „Decision” 2000, Vol. 27(2), s. 32.

¹¹⁰ G.C. Biddle, R.M. Bowen, J.S. Wallace, *Does EVA® Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values*, „Journal of Accounting and Economics” 1997, Vol. 24(3), s. 304; F. Farslo, J. Degel, J. Degner, *Economic Value Added (EVA) and Stock Returns*, „Financier” 2000, Vol. 7(1-4), s. 115.

¹¹¹ B. Bartoszewicz, K. Pniewski, op. cit., s. 102.

¹¹² V.K. Bhalla, *Creating Wealth: Corporate Financial Strategy and Decision Making*, „Journal of Management Research” 2004, Vol. 4(1), s. 23.

szkody w jej wykorzystaniu dla celów szacowania ekonomicznej wartości zwolnienia w strefie. Oznaczało to jedynie, że metoda musiała zostać opracowana w ten sposób, aby możliwe było wyodrębnienie zjawisk bezpośrednio związanych z działalnością strefową.

Niezależnie od powyższego, nie można zapominać, że w literaturze pojawiają się wskazania na pewne słabe strony *EVA* jako miernika efektywności. Poniżej przedstawiono analizę znaczenia tych cech dla celów opracowanej metody.

Przede wszystkim *EVA* jest uważana za miarę subiektywną z uwagi na konieczność dokonania licznych korekt księgowych¹¹³, których zestaw może się różnić w każdym przedsiębiorstwie. Z pewnością utrudnia to porównanie efektywności różnych podmiotów przy pomocy tego miernika, jednak dla celów monitorowania wyników jednego przedsiębiorstwa ta cecha *EVA* nie ma negatywnych implikacji, pod warunkiem konsekwentnego stosowania tego samego zestawu korekt. Natomiast w kontekście szacowania ekonomicznej wartości zwolnienia w strefie korekty księgowe nie mają kluczowego znaczenia (co zostało szczegółowo wykazane w podrozdziale 3.4), a zatem powyższy zarzut nie spowodował dyskwalifikacji miernika *EVA* dla celów opracowania przedmiotowej metody.

Poza powyższym, w literaturze wskazuje się na następujące cztery główne wady *EVA*¹¹⁴. Po pierwsze *EVA* nie uwzględnia różnic w wielkości przedsiębiorstwa, co powoduje, że trudno porównać efektywność dwóch podmiotów ustaloną za pomocą miernika *EVA*. Co do zasady wyższa *EVA* oznacza lepszy wynik ekonomiczny, gdyż wartość zaangażowanego kapitału jest w niej uwzględniona w formie kosztu kapitału. Jednak stosowanie powyższej reguły może być mylące przy dużych różnicach w wielkości podmiotów, ponieważ osiągnięcie trochę wyższej ekonomicznej wartości dodanej (*EVA*) przez kilkakrotnie większy podmiot nie powinno być jednoznacznie uznane za uzyskanie lepszej efektywności. W związku z tym jeden z twórców *EVA* – B. Stewart – proponuje dokonać standaryzacji wyniku poprzez podzielenie *EVA* przez kapitał zaangażowany na początku okresu, a następnie pomnożenie przez 100¹¹⁵.

Po drugie *EVA* jest wyliczana na podstawie danych księgowych, a przez to może skłaniać kadrę zarządzającą do dokonywania pewnych manipulacji tymi danymi i niepożądanych zachowań. Po trzecie *EVA* jest ustalana dla okresów rocznych, a część działań jak najbardziej uzasadnionych ekonomicznie jest zorientowanych na dłuższą perspektywę i ich pozytywne efekty ujawniają się w mierniku *EVA* za kilka lat, podczas gdy koszty tych działań obniżą *EVA* w bieżącym okresie. Po czwarte *EVA* uwzględnia wyłącznie finansowe aspekty

¹¹³ J. McLaren, *A Sterner Test*, „Financial Management” Jul/Aug 2003, s. 18.

¹¹⁴ P.C. Brewer, G. Chandra, C.A. Hock, *Economic Value Added (EVA): Its Uses and Limitations*, „S.A.M. Advanced Management Journal” 1999, Vol. 64(2), s. 7-9.

¹¹⁵ J. Villiers, *The Distortions in Economic Value Added (EVA) Caused by Inflation*, „Journal of Economics and Business” 1997, Vol. 49(3), s. 287.

działalności, a pomija całkowicie inne wskaźniki jakości pracy (np. związane z satysfakcją klientów). Pojawiają się głosy, że *EVA* nie jest w stanie uchwycić całokształtu zjawisk w przedsiębiorstwie i powinna być stosowana wraz z innymi miernikami, w szczególności niefinansowymi¹¹⁶.

Warto zauważyć, że z przytoczonych powyżej zarzutów wobec *EVA* trzy ostatnie mają znaczenie głównie dla systemów motywacyjnych opartych na tym mierniku, natomiast pozostają bez większego znaczenia dla ustalenia wartości przedsiębiorstwa, szczególnie przy przyjęciu perspektywy długookresowej.

Natomiast pierwsza wada – wynik wyrażony w wartości absolutnej bez odniesienia do wielkości przedsiębiorstwa – dla celów pomiaru ekonomicznej wartości zwolnienia w strefie stanowił wręcz zaletę, gdyż pozwala na porównanie otrzymanego wyniku z wartością pomocy publicznej ustaloną zgodnie z regulacjami dotyczącymi ekwiwalentu dotacji brutto (*EDB*). Takiej możliwości natomiast nie dawałyby wskaźniki relatywne, jak np. ROE czy ROI. W zakresie proponowanej standaryzacji wyniku *EVA*, należy zauważyć, że w przypadku pomocy publicznej większe znaczenie niż relacja pomiędzy wartością pomocy publicznej a wielkością przedsiębiorstwa ma stosunek wartości tej pomocy do wielkości inwestycji. Takie odniesienie pozwala na porównanie wyniku z maksymalną intensywnością pomocy, która przysługuje przedsiębiorstwu zgodnie z przepisami. W tym celu można określić dodatkowy wskaźnik stosunkowej wartości zwolnienia, gdzie ustalona na podstawie proponowanej metody wartość bieżąca pomocy publicznej zostanie podzielona przez wartość nakładów inwestycyjnych lub dwuletnich kosztów pracy – w zależności od podstawy kalkulacji maksymalnej wartości pomocy, z jakiej korzysta dane przedsiębiorstwo.

Warto zauważyć, że oprócz podstawowego miernika ekonomicznej wartości dodanej (*EVA*) w literaturze można spotkać wiele zmodyfikowanych miar, jak skorygowana ekonomiczna wartość dodana (*AEVA*)¹¹⁷, rzeczywista ekonomiczna wartość dodana (*TEVA*)¹¹⁸, udoskonalona ekonomiczna wartość dodana (*REVA*)¹¹⁹, zestandaryzowana ekonomiczna wartość dodana (również *SEVA*)¹²⁰, gotówkowa wartość dodana (*CVA*)¹²¹, gotówkowa stopa zwrotu z inwestycji

¹¹⁶ J.L. Dodd, J. Johns, *EVA Reconsidered*, „Business and Economic Review” 1999, Vol. 45(3), s. 17.

¹¹⁷ L. Vasilescu, A. Popa, *Economic Value Added: Pros and Cons*, „Finance – Challenges of the Future” 2011, Vol. 1(13), s. 62.

¹¹⁸ R. Ibragimov, I. Vélez-Pareja, J. Tham, *EVA Performance Measurement is Faulty: So You May Be Persuaded to Switch to a Robust OEVA-TEVA Alternative*, Master Consultores 2013.

¹¹⁹ Y.A. Khan, M. Ahmad, *Modern Financial Constituency Instruments as Market Economic Performance Determinants*, „International Journal of Financial Engineering (IJFE)” 2022, Vol. 09(03), s. 2.

¹²⁰ B. Günay, A. Turan Kurtaran, S. Faedfar, *A Model Proposal for Estimating Banks' Future Value: Evidence from Turkey*, „Banks and Bank Systems” 2021, Vol. 16(4), s. 172.

¹²¹ D.E. Vasiu, L. Ilie, *How Performant Are the Premium Companies Listed on BSE? A Financial Performance Analysis from a Value Creation Perspective*, Springer 2018, s. 389.

(*CFROI*)¹²², wartość dodana dla akcjonariuszy (*SVA*)¹²³. Każdy z tych zmodyfikowanych mierników eliminuje pewne niedociągnięcia *EVA*, ale kosztem innych niedogodności, przeważnie wzrostu poziomu skomplikowania. W ramach opracowanej metody dokonano analizy, czy któryś z tych mierników nie byłby bardziej adekwatny do odzwierciedlenia zmian w sytuacji finansowej podmiotów strefowych niż *EVA*. W tym celu rozważono, czy dodatkowe zalety każdego z powyższych zmodyfikowanych mierników są znaczące w kontekście działalności strefowej.

Miernik skorygowanej wartości dodanej *AEVA* (*Adjusted Economic Value Added*) eliminuje zniekształcenia w ekonomicznej wartości dodanej spowodowane znacznymi zmianami wartości realnych w gospodarce, więc jego stosowanie jest uzasadnione w warunkach wysokiej inflacji¹²⁴. W okresie funkcjonowania specjalnych stref ekonomicznych (tj. od października 1995 r.) inflacja w Polsce osiągała jeszcze bardzo wysokie poziomy (np. w 1996 r. aż 19,9%), ale tylko w początkowych latach. Od 1999 r. poziom inflacji praktycznie osiągał już jednocyfrowe wyniki (z wyjątkiem poziomu 10,1% w 2000 r.), a od 2002 r. do końca okresu objętego badaniem, tj. 2020 r., nie przekroczył 5%¹²⁵. Mając na uwadze, że przed 1999 r. zostało wydanych mniej niż 4% zezwoleń strefowych (164 spośród 4 302¹²⁶ zezwoleń wydanych w całym okresie działania stref), to stosowanie miernika *AEVA* nie było uzasadnione. Niemniej jednak warto zauważyć, że można spotkać się z opiniami, zgodnie z którymi nawet powyższy poziom zmian w zakresie inflacji (a w efekcie również stóp procentowych) powoduje, że *EVA* staje się mniej wiarygodną miarą¹²⁷.

Mierniki rzeczywistej ekonomicznej wartości dodanej *TEVA* (*True Economic Value Added*) oraz wartości dodanej dla akcjonariuszy *SVA* (*Shareholder Value Added*) posługują się kategorią przepływów pieniężnych zamiast *NOPAT*¹²⁸. Jednak w opracowanej metodzie ta modyfikacja nie była konieczna, gdyż podstawowe różnice między działalnością w strefie i poza nią są w wystarczający sposób odzwierciedlone w kategorii *NOPAT*, a prowadzenie działalności w strefie nie zmienia zasadniczo przepływów pieniężnych.

¹²² L. Sabauri, *Influence of Accounting Balance Indicators on Investment Evaluation*, „Applied Finance and Accounting” 2016, Vol. 2(1), s. 58.

¹²³ A. Karmańska, op. cit., s. 115-136; E. Maćkowiak, *Ekonomiczna wartość dodana*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 127-147.

¹²⁴ J. Villiers, op. cit., s. 285-300.

¹²⁵ Główny Urząd Statystyczny, *Roczne wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych od 1950 roku*, <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/ceny-handel/wskazniki-cen/wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych-pot-inflacja-roczne-wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych/> (dostęp: 29.04.2022).

¹²⁶ Ministerstwo Rozwoju, Pracy i Technologii, *Informacja o realizacji ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych*, stan na 31 grudnia 2020 r., Warszawa 2021, <https://orka.sejm.gov.pl/Druki9ka.nsf/0/98ACBF754CC17A8FC12586EA0047306E/%24File/1244.pdf> (dostęp: 29.04.2022).

¹²⁷ Z. Dobrowolski, G. Drozdowski, M. Panait, A. Babczuk, op. cit., s. 7.

¹²⁸ E. Maćkowiak, *Ekonomiczna wartość dodana*, op. cit., s. 130; A. Karmańska, op. cit., s. 115.

Miernik udoskonalonej ekonomicznej wartości dodanej *REVA* (*Refined Economic Value Added*) do ustalenia całkowitego kosztu kapitału wykorzystuje rynkowe wartości kapitału własnego i obcego zamiast wartości księgowych stosowanych w mierniku *EVA*¹²⁹. *REVA* lepiej odzwierciedla przyrost wartości kapitału zainwestowanego przez właścicieli, gdyż uwzględnia jego aktualną wartość rynkową, a nie historyczną wartość księgową. Jednak modyfikacja ta może mieć istotne znaczenie przy kalkulowaniu absolutnej wartości miernika. Natomiast metoda szacowania ekonomicznej wartości zwolnienia w strefie w oparciu o *EVA* uwzględnia wyłącznie ΔEVA wynikającą z prowadzenia działalności w strefie, które nie ma znaczącego wpływu na wartość rynkową kapitałów. W rezultacie zdecydowano, że proponowana metoda nie wymaga aż takiej dokładności.

Miara zestandaryzowanej ekonomicznej wartości dodanej *SEVA* (*Standardized Economic Value Added*) jest wyliczana jako *EVA* podzielona przez wartość zainwestowanego kapitału¹³⁰ lub aktywów ogółem¹³¹. Tak wyliczona wartość relatywna nie byłaby odpowiednia do zastosowania w opracowanej metodzie, gdyż nie pozwala ona na porównanie otrzymanego wyniku z wartością pomocy publicznej ustaloną jako *EDB*.

Miernik gotówkowej wartości dodanej *CVA* (*Cash Value Added*) eliminuje zniekształcenia spowodowane amortyzacją księgową, przez które *EVA* ma antywzrostowy charakter¹³². Znacząco zamortyzowane środki trwale zwiększają bowiem wartość *EVA*, ponieważ dokonane odpisy amortyzacyjne zmniejszają wartość zaangażowanego kapitału, a przez to jego koszt. Ten efekt może motywować zarządzających do zbyt długiego utrzymywania zużytych środków trwałych zamiast inwestowania w nowe aktywa. Jednak ta wada miernika *EVA* ma znaczenie głównie w kontekście systemów motywacyjnych. Natomiast w przypadku wykorzystania miernika *EVA* do oceny wyników działalności szczególnie w dłuższym okresie, zniekształcenie spowodowane liniowym umarzaniem majątku nie ma znaczącego wpływu na wynik końcowy, gdyż można założyć, że w większości przypadków w całym okresie działalności w strefie (który może sięgać nawet 20 lat) przeważająca część majątku ulegnie całkowitemu umorzeniu. Mając na uwadze, że opracowana metoda miała odzwierciedlać różnice w sytuacji finansowej przedsiębiorstwa prowadzącego działalność w strefie lub poza nią, to wpływ tego zniekształcenia byłby jeszcze mniejszy, stąd brak było uzasadnienia dla stosowania tego miernika.

¹²⁹ E. Maćkowiak, *Ekonomiczna wartość dodana*, op. cit., s. 130.

¹³⁰ J. de Wet, *Executive Compensation and the EVA and MVA Performance of South African Listed Companies*, „South African Business Review” 2012, Vol. 16(3), s. 66.

¹³¹ A. Turan Kurtaran, B. Günay, A. Kurtaran, *A Model Suggestion for Determining the Values of Firms the Energy Sector: An Application in BIST Electricity Index*, „International Journal of Energy Economics and Policy” 2021, Vol. 11(5), s. 277.

¹³² A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, op. cit., s. 199.

Miernik gotówkowej stopy zwrotu z inwestycji *CFROI* (*Cash Flow Return in Investment*) jest uważany w literaturze za bardzo skomplikowany¹³³. Jednak w kontekście opracowanej metody największym ograniczeniem jest jego konstrukcja, która pozwala na ustalenie wartości relatywnej (stopy), a nie absolutnej¹³⁴, co uniemożliwia porównanie wyniku z wartością pomocy publicznej ustaloną jako *EDB*. Dlatego miernik *EVA* wykazuje w tym zakresie niekwestionowaną przewagę.

Na podstawie powyższej analizy zdecydowano, że dla potrzeb opracowania niniejszej metody *EVA* jest miernikiem najbardziej odpowiednim, gdyż nie jest nadmiernie skomplikowany, a w wystarczająco kompleksowy i szczegółowy sposób odzwierciedla całokształt sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, obejmującej również zjawiska wynikające z działalności strefowej. Nie bez znaczenia było też to, że *EVA* jest najbardziej popularną, a równocześnie najłatwiejszą do zrozumienia miarą VBM, co powinno ułatwiać zastosowanie tej metody w praktyce biznesowej przedsiębiorstw.

EVA jest zgodna z trzema spośród pięciu koncepcji wyceny przedsiębiorstwa zdefiniowanych przez Ch.M.C. Lee, ponieważ wycena wartości przedsiębiorstwa według miernika *EVA* spełnia następujące kryteria¹³⁵:

- jest interdyscyplinarna, co oznacza, że system rachunkowości nie jest wprawdzie bezpośrednio przeznaczony do ustalania wartości przedsiębiorstwa, jednak dostarcza danych bardzo pomocnych w tym procesie,
- opiera się na systemie rachunkowości, który jest kluczowy w szacowaniu wartości – bez danych pochodzących z tego systemu rzetelne szacowanie wartości przedsiębiorstwa byłoby niemożliwe,
- wyraża podejście zgodne z rachunkowością finansową *pro forma*, gdzie szacowaniu i prognozowaniu podlegają określone wartości księgowe.

Ponadto *EVA* jako miara VBM jest równocześnie jednym z narzędzi koncepcji *beyond budgeting* zakładającej, że efektywne zarządzanie przedsiębiorstwem musi uwzględniać wiele różnych aspektów, a nie tylko realizowanie sztywnych budżetów. W tym kontekście ekonomiczna wartość dodana jawi się jako miernik finansowy o syntetycznym charakterze¹³⁶.

3.2. Założenia i koncepcja opracowanej metody

Zgodnie ze strategią VBM w celu podjęcia decyzji o realizacji inwestycji należy dokonać weryfikacji, czy będzie ona prowadzić do wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Poprzez kreowanie wartości rozumie się tu generowanie zysku

¹³³ A. Ehrbar, op. cit., s. 135.

¹³⁴ A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, op. cit., s. 245.

¹³⁵ Ch.M.C. Lee, *Accounting-Based Valuation: Impact on Business Practices and Research*, „Accounting Horizons” 1999, Vol. 13(4), s. 414-415.

¹³⁶ A. Karmańska, op. cit., s. 341-342.

ekonomicznego, który powstanie wyłącznie, jeśli stopa zwrotu z inwestycji jest wyższa od stopy zwrotu wymaganej przez inwestora¹³⁷. Jednak w przypadku decyzji o ulokowaniu inwestycji w strefie, powyższa analiza nie jest wystarczająca i miarodajna. Może się bowiem okazać, że pomimo dodatniego zysku ekonomicznego generowanego przez daną inwestycję w strefie, ulokowanie tej samej inwestycji poza strefą spowodowałoby osiągnięcie wyższego wyniku w postaci zysku ekonomicznego. Dlatego adekwatnym sposobem oceny opłacalności inwestycji w strefie byłoby sprawdzenie przyrostu *EVA* w wyniku ulokowania rozważanej inwestycji w strefie. Warto nadmienić, że *EVA* jest miernikiem, który może służyć nie tylko do oceny efektywności przedsiębiorstwa, ale również inwestycji¹³⁸.

W związku z powyższym opracowana metoda szacowania ekonomicznej wartości zwolnienia w strefie opiera się na porównaniu ekonomicznej wartości dodanej przedsiębiorstwa działającego w strefie z ekonomiczną wartością dodaną tego samego przedsiębiorstwa po przeprowadzeniu tej samej inwestycji, ale poza granicami strefy (lub bez uzyskania prawa do zwolnienia podatkowego). W rezultacie szacowaną ekonomiczną wartość zwolnienia w strefie można zapisać w następujący sposób:

$$PANV = \Delta EVA = EVA_{SEZ} - EVA_{nSEZ} \quad (5)$$

gdzie:

- PANV* – wartość pomocy publicznej netto, rozumiana jako ekonomiczna wartość zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych w specjalnej strefie ekonomicznej (*public aid net value*),
- ΔEVA – przyrost *EVA* z tytułu prowadzenia działalności w specjalnej strefie ekonomicznej,
- EVA_{SEZ} – ekonomiczna wartość dodana przedsiębiorstwa prowadzącego działalność w specjalnej strefie ekonomicznej (*economic value added in special economic zone*),
- EVA_{nSEZ} – ekonomiczna wartość dodana tego samego przedsiębiorstwa przy założeniu, że nie prowadziłyby ono działalności w specjalnej strefie ekonomicznej (*economic value added not in special economic zone*).

Jako że celem współczesnych przedsiębiorstw jest maksymalizacja ich wartości, przyjęto założenie, że realizacja inwestycji w specjalnej strefie ekonomicznej jest uzasadniona, gdy prowadzi do większego wzrostu wartości przedsiębiorstwa niż realizacja tej samej inwestycji poza strefą. Założenie to może zostać ujęte w następujący sposób:

¹³⁷ A. Cwynar, W. Cwynar, *Mierniki kreowanej wartości spółki kapitałowej*, w: *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, red. A. Szablewski, R. Tuzimek, Poltext, Warszawa 2004, s. 119.

¹³⁸ *Financial Performance Analysis Using Economic Value Added (EVA)*, „IOP Conference Series. Materials Science and Engineering” 2017, Vol. 180(1), s. 3.

$$EVA_{SEZ} > EVA_{nSEZ} \quad (6)$$

$$EVA_{SEZ} - EVA_{nSEZ} > 0 \quad (7)$$

Warto zauważyć, że tak zdefiniowany miernik *PANV* odzwierciedla wartość netto korzyści finansowej z tytułu zwolnienia w strefie, tzn. wartość zwolnienia podatkowego (rozumianego jako zmniejszenie zobowiązania z tytułu podatku dochodowego) pomniejszoną o koszty związane z uzyskaniem i utrzymaniem prawa do tego zwolnienia.

Uwzględniając (2), wartość pomocy publicznej netto rozumianej jako przyrost *EVA* może zostać zapisana w następujący sposób:

$$PANV = \Delta EVA = \Delta NOPAT - \Delta TCC \quad (8)$$

gdzie:

ΔNOPAT – przyrost *NOPAT* z tytułu prowadzenia działalności w specjalnej strefie ekonomicznej,

TCC – całkowity koszt kapitału (*total cost of capital*),

ΔTCC – przyrost *TCC* z tytułu prowadzenia działalności w specjalnej strefie ekonomicznej.

W literaturze można spotkać różne definicje zysku operacyjnego netto po opodatkowaniu (*NOPAT*) wykorzystywanego w celu wyliczenia *EVA*. Co do zasady *NOPAT* to zysk z działalności operacyjnej pomniejszony o podatek dochodowy, ale przed odjęciem odsetek wynikających z oprocentowania kapitału obcego oraz bez uwzględnienia innych przychodów i kosztów niezwiązanych z działalnością podstawową przedsiębiorstwa (elementy te nie są uwzględnione również w kalkulacji podatku)¹³⁹. W praktyce *NOPAT* może być wyliczony dwoma metodami.

Pierwsza metoda według tzw. podejścia operacyjnego (*top-down approach*) pozwala na kalkulację na podstawie kategorii *EBIT* (zysku operacyjnego przed spłatą odsetek i przed opodatkowaniem), która jest następnie pomniejszana o wartość podatku dochodowego należnego od jego wartości¹⁴⁰:

$$NOPAT = EBIT(1 - T) \quad (9)$$

gdzie:

EBIT – zysk przed odliczeniem odsetek i podatku (*earning before interest and taxes*),

T – efektywna stopa opodatkowania (*tax*).

Z kolei druga metoda według tzw. podejścia finansowego (*bottom-up approach*) przewiduje kalkulację na podstawie kategorii zysku netto, która jest następnie powiększana o wielkość odsetek po opodatkowaniu:

¹³⁹ A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, op. cit., s. 55.

¹⁴⁰ A. Cwynar, W. Cwynar, *Mierniki kreowanej wartości spółki kapitałowej*, op. cit., s. 124.

$$NOPAT = EAT + I(1 - T) \quad (10)$$

gdzie:

EAT – zysk netto (*earning after tax*),

I – wartość odsetek (*interests*).

Równoważność tych podejść można udowodnić następującymi zależnościami¹⁴¹:

$$\begin{aligned} NOPAT &= EAT + I(1 - T) = (EBIT - I)(1 - T) + I(1 - T) = \\ &= (EBIT - I + I)(1 - T) = EBIT(1 - T) \end{aligned} \quad (11)$$

Efektywna stopa opodatkowania to tzw. gotówkowa operacyjna stawka podatkowa (*cash operating tax rate*)¹⁴². Jest ona ustalana jako udział wartości podatku w $EBIT$, przy czym podatek jest tu rozumiany jako wartość zobowiązania podatkowego w gotówce (a nie podatku księgowego), ustalonego bez uwzględnienia kosztów finansowania (dlatego stawka nazywa się operacyjną, gdyż dotyczy działalności operacyjnej).

W literaturze wartość $NOPAT$ jest przeważnie ustalana według podejścia operacyjnego, taką też metodę przyjęto w opracowanej metodzie. Stąd wielkość zmiany w wartości zysku operacyjnego ($\Delta NOPAT$) można rozpisać w następujący sposób:

$$\Delta NOPAT = EBIT_{SEZ}(1 - T_{SEZ}) - EBIT_{nSEZ}(1 - T_{nSEZ}) \quad (12)$$

gdzie:

T_{SEZ} – efektywna stopa opodatkowania z uwzględnieniem zwolnienia podatkowego w strefie,

T_{nSEZ} – efektywna stopa opodatkowania bez uwzględnienia zwolnienia podatkowego w strefie.

Mając na uwadze, że:

$$\Delta EBIT = EBIT_{SEZ} - EBIT_{nSEZ} \quad (13)$$

$$\Delta T = T_{SEZ} - T_{nSEZ} \quad (14)$$

oraz dokonując następujących przekształceń we wzorze (12):

$$\begin{aligned} \Delta NOPAT &= (EBIT_{nSEZ} + \Delta EBIT)[1 - (T_{nSEZ} + \Delta T)] - EBIT_{nSEZ} + \\ &+ EBIT_{nSEZ} \times T_{nSEZ} = EBIT_{nSEZ} - EBIT_{nSEZ} \times T_{nSEZ} - EBIT_{nSEZ} \times \Delta T + \\ &+ \Delta EBIT - \Delta EBIT \times T_{nSEZ} + \\ &- \Delta EBIT \times \Delta T - EBIT_{nSEZ} + EBIT_{nSEZ} \times T_{nSEZ} = \\ &= \Delta EBIT(1 - T_{nSEZ}) - \Delta T(EBIT_{nSEZ} + \Delta EBIT) \end{aligned} \quad (15)$$

¹⁴¹ M. Wieczorek-Kosmala, *Ekonomiczna wartość dodana – obraz efektywności przedsiębiorstwa z punktu widzenia interesów właścicieli*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2011, nr 63, s. 14.

¹⁴² J. Abate, J. Grant, G.B. Stewart III, *The EVA Style of Investing*, „Journal of Portfolio Management” 2004, Vol. 30(4), s. 71.

ostatecznie $\Delta NOPAT$ można zapisać w następujący sposób:

$$\Delta NOPAT = \Delta EBIT(1 - T_{nSEZ}) - \Delta T \times EBIT_{SEZ} \quad (16)$$

W podobny sposób można rozpiąć drugi element metody szacowania ekonomicznej wartości zwolnienia w strefie, czyli zmianę całkowitego kosztu kapitału:

$$\Delta TCC = IC_{SEZ} \times WACC_{SEZ} - IC_{nSEZ} \times WACC_{nSEZ} \quad (17)$$

Ponieważ:

$$\Delta IC = IC_{SEZ} - IC_{nSEZ} \quad (18)$$

$$\Delta WACC = WACC_{SEZ} - WACC_{nSEZ} \quad (19)$$

we wzorze (17) można dokonać następujących przekształceń:

$$\begin{aligned} \Delta TCC &= (IC_{nSEZ} + \Delta IC) \times (WACC_{nSEZ} + \Delta WACC) - IC_{nSEZ} \times WACC_{nSEZ} = \\ &= IC_{nSEZ} \times WACC_{nSEZ} + IC_{nSEZ} \times \Delta WACC + \Delta IC \times WACC_{nSEZ} + \Delta IC \times \\ &\quad \times \Delta WACC - IC_{nSEZ} \times WACC_{nSEZ} = \\ &= IC_{nSEZ} \times \Delta WACC + \Delta IC(WACC_{nSEZ} + \Delta WACC) \end{aligned} \quad (20)$$

W efekcie ΔTCC można zapisać w następujący sposób:

$$\Delta TCC = IC_{nSEZ} \times \Delta WACC + \Delta IC \times WACC_{SEZ} \quad (21)$$

Podstawiając wzory (16) i (21) do ogólnej formuły szacowania wartości pomocy publicznej netto wyrażonej we wzorze (8), otrzymamy następujący wzór:

$$\begin{aligned} PANV &= \Delta EVA = \Delta NOPAT - \Delta TCC = \\ &= \Delta EBIT(1 - T_{nSEZ}) - \Delta T \times EBIT_{SEZ} - IC_{nSEZ} \times \Delta WACC - \Delta IC \times WACC_{SEZ} \end{aligned} \quad (22)$$

Co do zasady wartość $\Delta EBIT$ będzie w większości przypadków ujemna, ponieważ $EBIT_{SEZ}$ zawiera koszty indukowane, które nie występują w przypadku $EBIT_{nSEZ}$. Również wartość ΔT będzie ujemna, gdyż efektywna stopa opodatkowania z uwzględnieniem zwolnienia podatkowego w strefie powinna być niższa niż w przypadku prowadzenia działalności poza strefą. W konsekwencji element $\Delta T \times EBIT_{SEZ}$ we wzorze (22) będzie odzwierciedlał dodatni wpływ na $PANV$. Z kolei iloczyn $IC_{nSEZ} \times \Delta WACC$ miałby wpływ dodatni tylko w sytuacji, w której $\Delta WACC$ byłby ujemny. W większości przypadków wartość $\Delta WACC$ będzie dodatnia, gdyż – z uwagi na brak podatkowej tarczy odsetkowej (lub jej mniejszą wartość, jeżeli zwolnienie podatkowe nie dotyczy całego zakresu działalności) – $WACC_{SEZ}$ jest wyższy niż $WACC_{nSEZ}$. W efekcie należy się spodziewać, że wyrażenie $IC_{nSEZ} \times \Delta WACC$ we wzorze (22) będzie miało wpływ ujemny. Natomiast ostatni element $\Delta IC \times WACC_{SEZ}$ będzie miał wpływ dodatni tylko w sytuacjach, w których ΔIC będzie ujemne, czyli IC_{SEZ} będzie mniejsze niż IC_{nSEZ} .

W związku ze wzorem (21) dla celów oszacowania wartości zmiany w całkowitym koszcie kapitału w ramach opracowanej metody, konieczne było ustalenie wartości zainwestowanego kapitału (*IC*) oraz średniego ważonego kosztu kapitału (*WACC*) w obu wariantach – prowadzenia działalności w specjalnej strefie ekonomicznej oraz poza nią.

W zakresie ustalania wartości zainwestowanego kapitału, podobnie jak w przypadku kalkulacji *NOPAT*, możliwe są dwa podejścia. Pierwsze z nich to metoda finansowa polegająca na identyfikacji wszystkich źródeł finansowania z wyłączeniem zobowiązań nieoprocentowanych (tzw. nieodsetkowych). Natomiast drugie podejście to metoda operacyjna zakładająca identyfikację wszystkich pozycji bilansowych w aktywach wykorzystywanych do generowania *NOPAT*.

Główną zaletą podejścia operacyjnego jest możliwość dezagregacji miernika *EVA* na poszczególne jednostki w ramach przedsiębiorstwa¹⁴³, co umożliwia szczegółową weryfikację ich efektywności. W tym celu należy przypisać do każdej z jednostek odpowiednią część wyniku operacyjnego (tj. *NOPAT*), a także odpowiednią część zaangażowanego kapitału¹⁴⁴. Alokacja odpowiedniej części kapitału do każdej jednostki jest dokonywana właśnie przy wykorzystaniu metody operacyjnej, w której możliwa jest identyfikacja i przypisanie aktywów wykorzystywanych przez te jednostki. Jednakże w praktyce dużo trudniejsza może okazać się dezagregacja rachunku wyników na poszczególne jednostki, a obie metody ustalania *NOPAT* (operacyjna i finansowa) nie dostarczają w tym zakresie dodatkowych ułatwień. Szczególnie przy dużym stopniu wzajemnej zależności jednostek wyliczenie ich odrębnych wyników wymaga zastosowania sztucznych cen transferowych do przepływów wewnętrznych. Rzetelne ustalenie cen transferowych jest procesem skomplikowanym i pracochłonnym, a przyjęcie nieprawidłowych wartości tych cen może spowodować znaczne zniekształcenie wyników¹⁴⁵.

W celu rozstrzygnięcia, która z powyższych metod ustalenia wartości zaangażowanego kapitału powinna zostać zastosowana w proponowanej metodzie, należało rozważyć, czy szacowana wartość ΔEVA powinna być ustalana w zakresie całego przedsiębiorstwa, czy też konieczna jest dezagregacja tego miernika i oszacowanie ΔEVA wyłącznie dla działalności strefowej.

W przypadku podmiotów działających w strefie dezagregacja rachunku wyników na działalność strefową zwolnioną i pozostałą działalność opodatkowaną jest przeprowadzana dla celów rozliczeń podatkowych, gdyż jest wymagana przepisami prawa jako tzw. wyodrębnienie organizacyjne (§ 5 pkt 5 rozporząd-

¹⁴³ B. Bartoszewicz, K. Pniewski, op. cit., s. 77.

¹⁴⁴ M. Woods, L. Taylor, G. Fang, *Electronics: A Case Study of Economic Value Added in Target Costing*, „Management Accounting Research” 2012, Vol. 23(4), s. 263.

¹⁴⁵ S.D. Young, *Economic Value Added: A Primer for European Managers*, „European Management Journal” 1997, Vol. 15(4), s. 342-343.

dzenia w sprawie pomocy publicznej w strefach). Przepisy tego rozporządzenia (§ 5 pkt 6) narzucają również stosowanie regulacji dotyczących cen transferowych do wyceny przepływów pomiędzy jednostką strefową i pozostałą działalnością. W efekcie można byłoby wysnuć wniosek, że w opracowanej metodzie należałoby ustalić ΔEVA wyłącznie w zakresie działalności strefowej, a nie całego przedsiębiorstwa, bo byłoby to możliwe ze względu na specyfikę miernika EVA i na dostępność danych, a ponadto nie wiązałoby się z nadmiernym nakładem pracy, gdyż część danych jest już dostępnych w tym układzie. Jednak kalkulacja ΔEVA wyłącznie na podstawie danych dotyczących działalności strefowej byłaby obciążona ryzykiem nieuwzględnienia pewnych efektów wynikających z korzystania ze zwolnienia podatkowego, ale ujawnionych wyłącznie w wynikach całej działalności przedsiębiorstwa (obejmującej oprócz działalności strefowej zwolnionej również działalność opodatkowaną). Najlepszym przykładem w tym zakresie jest sytuacja, gdy podmiot strefowy w ramach działalności strefowej ponosi stratę (która zgodnie ze stanowiskami organów podatkowych jest stratą nierozliczalną w przyszłości) i równocześnie w tym samym okresie wykazuje dochód w ramach działalności opodatkowanej. W takim przypadku przy kalkulacji ΔEVA należy uwzględnić również efekt związany z tym, że w przypadku nieprowadzenia działalności w strefie bieżące zobowiązanie podatkowe tego przedsiębiorcy byłoby odpowiednio niższe – tj. o wartość iloczynu straty z działalności strefowej i stawki podatku dochodowego, ale nie więcej niż o wartość zobowiązania podatkowego z tytułu samej działalności opodatkowanej. Przy ustalaniu wartości pomocy publicznej netto na podstawie danych dotyczących wyłącznie działalności strefowej efekt ten nie zostałby uwzględniony. Wartość straty strefowej mogłaby zostać jedynie rozliczona w kolejnych pięciu latach z dochodem z tej działalności, ale z uwagi na zmienną wartość pieniądza w czasie oraz ryzyko niewygenerowania odpowiedniej wartości dochodu w kolejnych latach podejście to nie byłoby równoważne.

Stąd dla zapewnienia kompleksowego ujęcia uznano, że bardziej uzasadniona jest kalkulacja ΔEVA z tytułu działalności strefowej dla całego przedsiębiorstwa przy założeniu *ceteris paribus*, co oznacza w tym przypadku, że wszystkie czynniki, na które działalność strefowa nie ma bezpośredniego wpływu, pozostają niezmienione. W związku z tym dla celów ustalenia wartości zaangażowanego kapitału prawdopodobnie wygodniejsza będzie metoda finansowa.

W literaturze przeważnie przyjmuje się, że wielkość zaangażowanego kapitału w formule EVA jest ustalana jako wartość kapitału na początku danego okresu sprawozdawczego¹⁴⁶, ale często też stosuje się wartość średnią dla badanego okresu¹⁴⁷ ustalaną jako średnia arytmetyczna z wartości zaangażowanego kapitału na początku i na końcu okresu. Twórcy koncepcji EVA zalecają posługiwa-

¹⁴⁶ A. Cwynar, W. Cwynar, *Stopa zwrotu z kapitału*, op. cit., s. 171.

¹⁴⁷ A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, op. cit., s. 106.

nie się wartościami historycznymi z początku danego okresu¹⁴⁸. Również w przypadku opracowanej metody, aby oddać zmiany w wartości kapitału własnego wynikające ze zmiany opodatkowania zysków w latach poprzednich, za uzasadnione uznano zastosowanie wartości z początku okresu, a nie wartości uśrednionych.

Ostatni element metody szacowania wartości pomocy publicznej netto to średni ważony koszt kapitału. Jest on wyznaczany zgodnie z poniższym wzorem¹⁴⁹:

$$WACC = k_E \times \frac{E}{E+D} + k_D \times \frac{D}{E+D} \quad (23)$$

gdzie:

k_E – koszt kapitału własnego (*cost of equity*),

E – wartość kapitału własnego (*equity*),

k_D – koszt kapitału obcego (*cost of debt*),

D – wartość kapitału obcego, obejmująca rzeczywistą wartość długu pomniejszoną o prowizję i odsetki, jeśli są one naliczone z góry (*debt*).

Udziały poszczególnych kapitałów (E i D) do wyliczenia $WACC$ mogą być ustalane na podstawie struktury historycznej, docelowej, krańcowej¹⁵⁰. W przypadku opracowanej metody za najlepsze uznano uwzględnienie struktury historycznej w danym okresie, gdyż pozwala na odzwierciedlenie wpływu zmian wartości kapitału własnego na $WACC$.

W literaturze uważa się, że wagi (udziały) kapitału własnego i obcego w $WACC$ powinny być liczone na podstawie ich wartości rynkowych, a nie księgowych. Jednak z uwagi na trudności w pozyskaniu wiarygodnych danych rynkowych w praktyce stosuje się przeważnie wartości księgowe (bilansowe), które są łatwo dostępne i bardziej stałe w czasie. W literaturze przyjmuje się, że takie uproszczone podejście jest akceptowalne w praktyce¹⁵¹, jeśli badane przedsiębiorstwo nie znajduje się w trudnej sytuacji gospodarczej (w takiej sytuacji bowiem wartość rynkowa kapitału własnego i obcego jest przeważnie znacząco niższa od ich wartości księgowej, a poziom utraty wartości rynkowej jest różny dla kapitału własnego i obcego)¹⁵². Poza tym w rachunku EVA – w odróżnieniu od miernika $REVA - WACC$ jest stosowany do wyliczenia całkowitego kosztu kapitału (*capital charge*) w odniesieniu do księgowej wartości kapitału zainwestowanego (skorygowanej, tj. po dokonaniu pewnych korekt, ale opierającej się na danych księgowych)¹⁵³. Stąd w tym przypadku zastosowanie wartości księ-

¹⁴⁸ W. Cwynar, A. Cwynar, *Ocena wyników przedsiębiorstwa w świetle modelu ekonomicznego – koncepcja EVA*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza w Firmie” 1999, nr 3, s. 12.

¹⁴⁹ P. Szczepankowski, op. cit., s. 102.

¹⁵⁰ E. Maćkowiak, *Ekonomiczna wartość dodana: miernik oceny kondycji finansowej i wartości przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 66.

¹⁵¹ B. Bartoszewicz, K. Pniewski, op. cit., s. 7-9.

¹⁵² P. Szczepankowski, op. cit., s. 104.

¹⁵³ A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, op. cit., s. 219.

gowych kapitału własnego i obcego do wyliczenia *WACC* nie zostało uznane za podejście błędne – wręcz zapewnia spójność metody.

W przytoczonej powyżej formule, pozwalającej ustalić *WACC* (23), koszt kapitału własnego jest rozumiany i ustalany jako koszt alternatywny, wynikający z tego, że wartość środków pieniężnych zainwestowanych w przedsiębiorstwo przez jego właścicieli w formie kapitału własnego mogłaby być przez nich zainwestowana w inne przedsięwzięcia na rynku. W efekcie kapitał własny powinien przynosić co najmniej taką samą stopę zwrotu jak inne przedsięwzięcia o porównywalnym poziomie ryzyka. Do szacowania kosztu kapitału własnego służą różne modele, jak np. model Gordona-Shapiro¹⁵⁴, model Sharpe'a-Lintnera¹⁵⁵ czy model Fama-Frencha¹⁵⁶. Najbardziej popularny jest model Sharpe'a-Lintnera, zwany również modelem wyceny aktywów kapitałowych (*Capital Asset Pricing Model* – CAPM). W modelu tym zakłada się, że oczekiwana stopa zwrotu składa się z dwóch elementów – stopy zwrotu wolnej od ryzyka oraz stopy zwrotu rekompensującej poziom ryzyka danego przedsięwzięcia (zwanej premią za ryzyko). Im wyższy jest poziom ryzyka, tym wyższa oczekiwana premia za ryzyko¹⁵⁷. Wzór na koszt kapitału własnego szacowany według tego modelu przyjmuje następującą postać¹⁵⁸:

$$k_E = r_f + (r_m - r_f)\beta \quad (24)$$

gdzie:

- r_f – stopa zwrotu wolna od ryzyka (*risk free rate of return*),
- r_m – rynkowa stopa zwrotu (*market rate of return*),
- $(r_m - r_f)$ – premia za ryzyko rynkowe (*market risk premium*),
- β – współczynnik określający poziom ryzyka dla danego przedsięwzięcia w stosunku do ryzyka rynkowego (*risk ratio*).

Za stopę zwrotu wolną od ryzyka w praktyce najczęściej przyjmuje się oprocentowanie skarbowych dłużnych papierów wartościowych (tj. obligacji lub bonów skarbowych). Powstaje jednak kwestia wyboru terminu zapadalności papierów stosowanych jako podstawa do ustalenia współczynnika r_f w modelu CAPM. W literaturze przeważa stanowisko, że okres zapadalności powinien być

¹⁵⁴ M.J. Gordon, E. Shapiro, *Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit*, „Management Science” 1956, Vol. 3(1), s. 105.

¹⁵⁵ W.F. Sharpe, *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, „The Journal of Finance” 1964, Vol. 19; J. Lintner, *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*, „The Review of Economics and Statistics” 1965, Vol. 47.

¹⁵⁶ E. Fama, K. French, *The Cross-Section of Expected Stock Returns*, „Journal of Finance” 1992, Vol. 47(2).

¹⁵⁷ M. Pęksyk, *Kalkulacja kosztu kapitału*, w: *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*, red. M. Panfil, A. Szablewski, Poltext, Warszawa 2011, s. 91.

¹⁵⁸ B. Bartoszewicz, K. Pniewski, op. cit., s. 79.

dostosowany do horyzontu analizy¹⁵⁹. W Polsce w praktyce przeważnie przyjmuje się 10-letnie obligacje skarbowe¹⁶⁰ lub 52-tygodniowe bony skarbowe¹⁶¹ (obecnie nieemitowane).

Poziom premii za ryzyko zależy od dwóch czynników: poziomu premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika β odzwierciedlającego ryzyko systematyczne danego przedsiębiorstwa. Poziom premii za ryzyko rynkowe zależy od stopnia rozwoju i dojrzałości danego rynku. Współczynnik β jest obliczany zgodnie z poniższym wzorem:

$$\beta = \frac{Cov(r_a, r_m)}{Var(r_m)} \quad (25)$$

gdzie:

Cov – kowariancja,

Var – wariancja,

r_a – stopy zwrotu z akcji danej spółki,

r_m – stopy zwrotu z portfela rynkowego.

Wartość współczynnika β równa jedności oznacza poziom ryzyka dla inwestycji w akcje danego przedsiębiorstwa porównywalny do ryzyka inwestycji w portfel rynkowy. Współczynnik β mniejszy od jedności oznacza, że stopa zwrotu z akcji danego przedsiębiorstwa podlega mniejszym wahaniom niż stopa zwrotu z portfela rynkowego, a zatem inwestycja w takie akcje jest mniej ryzykowna. Natomiast inwestycja bardziej ryzykowna niż średnia rynkowa cechuje się współczynnikiem β większym od jedności¹⁶².

Ostatni składnik niezbędny do wyliczenia całkowitego kosztu kapitału to koszt kapitału obcego. Należy zauważyć, że koszt długu w modelu to koszt efektywny obejmujący, oprócz odsetek, również efekt tarczy podatkowej oraz inne koszty transakcyjne, jak jednorazowe prowizje i opłaty bankowe, zgodnie z poniższymi wzorami:

$$k_D = r_{ef}(1 - T_S) \quad (26)$$

gdzie:

r_{ef} – efektywna stopa oprocentowania (*effective debt interest rate*),

T_S – ustawowa stawka opodatkowania (*statutory tax rate*).

$$r_{ef} = \frac{(1 + K_T)}{D} \quad (27)$$

gdzie:

K_T – koszty transakcyjne związane z zaciągnięciem długu, np. prowizja bankowa (*transaction costs*).

¹⁵⁹ Ibid., s. 80.

¹⁶⁰ M. Melich, op. cit., s. 162.

¹⁶¹ E. Maćkowiak, *Ekonomiczna wartość dodana*, op. cit., s. 58.

¹⁶² P. Szczepankowski, op. cit., s. 89.

Z uwagi na stopień skomplikowania i pracochłonność wyliczeń, koszt kapitału ustala się zazwyczaj raz na cały okres życia projektu¹⁶³. Jednak dla celów opracowanej metody takie podejście wydawało się niewystarczające, gdyż nie odzwierciedlałoby zmian w koszcie kapitału powstających w trakcie prowadzenia działalności w specjalnej strefie ekonomicznej. Stąd dla celów proponowanej metody zamiast ustalania *WACC* bardziej użyteczne wydawało się stosowanie następującego wzoru pozwalającego na bezpośrednie ustalenie całkowitego kosztu kapitału:

$$IC \times WACC = E \times k_E + D \times k_D \quad (28)$$

Po podstawieniu powyższych przekształceń do wzoru na *EVA* (2) otrzymamy następującą postać tego miernika:

$$EVA = EBIT(1 - T) - (E \times k_E + D \times k_D) \quad (29)$$

Powyższy zapis stanowił punkt wyjścia do szczegółowej analizy czynników kształtujących wartość pomocy publicznej netto w strefie i ich wpływu na przyrost *EVA*, która została opisana w podrozdziale 3.3.

Należy jednak zauważyć, że ustalone na podstawie powyższego wzoru przyrosty ekonomicznej wartości dodanej wynikające z prowadzenia działalności w specjalnej strefie ekonomicznej (ΔEVA) obejmują perspektywę roczną. Korzystanie z pomocy publicznej w formie zwolnienia z podatku dochodowego w specjalnej strefie ekonomicznej ma jednak wymiar długookresowy. W związku z powyższym stwierdzono, że opracowana metoda powinna umożliwiać wyliczenie wartości pomocy publicznej netto w całym okresie funkcjonowania w strefie, gdyż dopiero sumaryczna wartość tej pomocy ze wszystkich lat powinna być uwzględniana przez przedsiębiorców w rachunku opłacalności rozpoczęcia działalności w strefie.

W celu oszacowania całkowitej wartości pomocy publicznej netto należy ustalić sumę wartości bieżących wszystkich przyrostów w ekonomicznej wartości dodanej oszacowanych w ujęciu rocznym zgodnie z poniższym zapisem:

$$NPV_{PANV} = \sum_{t=1}^n \frac{\Delta EVA_t}{(1+r_t)^t} \quad (30)$$

gdzie:

NPV_{PANV} – wartość bieżąca netto pomocy publicznej w formie zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych w specjalnej strefie ekonomicznej (*net present value of public aid net value*),

ΔEVA_t – zmiana ekonomicznej wartości dodanej przedsiębiorstwa z tytułu działalności w strefie,

r_t – stopa dyskontowa dla danego okresu.

¹⁶³ B. Włoszczowski, *Koszt kapitału a wartość firmy w okresie dekonjunkury*, w: *Zarządzanie wartością firmy w dobie kryzysu*, red. S. Kasiewicz, L. Pawłowicz, CeDeWu, Warszawa 2003, s. 59.

Spośród powyższych elementów wątpliwości może budzić sposób ustalenia stopy dyskontowej (r_t). Jak wspomniano w podrozdziale 2.2, dyskontowanie jest dokonywane również w celu ustalenia wartości pomocy publicznej na podstawie przepisów prawnych. Stopa dyskontowa używana dla tych celów jest ściśle określona w przepisach¹⁶⁴, a jej wartość zmienia się okresowo (nawet miesięcznie) i w przeszłości wahała się od 25,72% w lutym 1998 r.¹⁶⁵ do 1,19% w lutym 2021 r.¹⁶⁶. Jednak wartość stopy dyskontowej wynikającej z przepisów jest w danym momencie taka sama dla wszystkich przedsiębiorstw w Polsce. Nie odzwierciedla ona w żadnym stopniu różnic w koszcie kapitału danej spółki wynikających z poziomu jej ratingu czy stopnia zadłużenia. Ustalona w ten sposób stopa dyskontowa służy do dyskontowania zarówno kosztów kwalifikowanych, jak i wartości pomocy publicznej. Mając na uwadze wzajemne rozłożenie w czasie obu tych strumieni (koszty kwalifikowane są ponoszone wcześniej niż wykorzystywana na ich podstawie pomoc publiczna), można stwierdzić, że przedsiębiorstwa, których koszt kapitału jest niższy niż poziom stopy dyskontowej ustalonej na podstawie przepisów, uzyskują z tego tytułu premię. Uznano więc, że dla celów oszacowania rzeczywistej wartości pomocy publicznej netto z perspektywy przedsiębiorstwa niewątpliwie należałoby zastosować zindywidualizowaną stopę dyskontową, zależną od sytuacji finansowej danego przedsiębiorstwa. Przyjęto, że rozwiązaniem odpowiednim jest zastosowanie średniego ważonego kosztu kapitału ($WACC$) ustalonego przy szacowaniu wartości przyrostu EVA dla danego okresu. Jako że ustalana wartość pomocy publicznej przysługuje przedsiębiorstwu tylko w sytuacji, gdy prowadzi ono działalność w strefie, to należy posłużyć się $WACC$ oszacowanym w mierniku EVA_{SEZ} , co można zapisać w następujący sposób:

$$r_t = WACC_{SEZt} \quad (31)$$

oraz:

$$NPV_{PANV} = \sum_{t=1}^n \frac{\Delta EVA_t}{(1+WACC_{SEZt})^t} \quad (32)$$

gdzie:

$WACC_{SEZt}$ – średni ważony koszt kapitału ustalony dla wariantu działalności w strefie w okresie t .

Wartość wyliczona zgodnie z formułą (32) to całkowita korzyść z tytułu zwolnienia podatkowego, przysługującego przedsiębiorstwu podejmującemu decyzję o ulokowaniu inwestycji w specjalnej strefie ekonomicznej.

¹⁶⁴ § 7 Rozporządzenia w sprawie pomocy publicznej w strefach.

¹⁶⁵ A. Skręt-Bednarz, *Dostępna pula pomocy publicznej*, op. cit., s. 98-100.

¹⁶⁶ Witryna internetowa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów, www.uokik.gov.pl/stopa_referencyjna_i_archiwum.php (dostęp: 1.05.2022).

Należy jednak zauważyć, że miernikiem oddającym wzrost wartości dodanej w okresie wieloletnim, związanym z EVA , jest MVA . W związku z powyższym wartość pomocy publicznej netto w długim okresie można też mierzyć jako przyrost MVA w wyniku podjęcia działalności w specjalnej strefie ekonomicznej. W takiej sytuacji – zgodnie z zależnością wyrażoną we wzorze (4) – bieżąca wartość pomocy publicznej netto wynosiłaby¹⁶⁷:

$$\begin{aligned} NPV_{PANV} &= \Delta MVA = MVA_{SEZ} - MVA_{nSEZ} = \\ &= \sum_{t=1}^n \frac{EVA_{SEZt}}{(1+WACC_{SEZ})^t} - \sum_{t=1}^n \frac{EVA_{nSEZt}}{(1+WACC_{nSEZ})^t} = \\ &= \sum_{t=1}^n \left[\frac{EVA_{SEZt}}{(1+WACC_{SEZ})^t} - \frac{EVA_{nSEZt}}{(1+WACC_{nSEZ})^t} \right] \end{aligned} \quad (33)$$

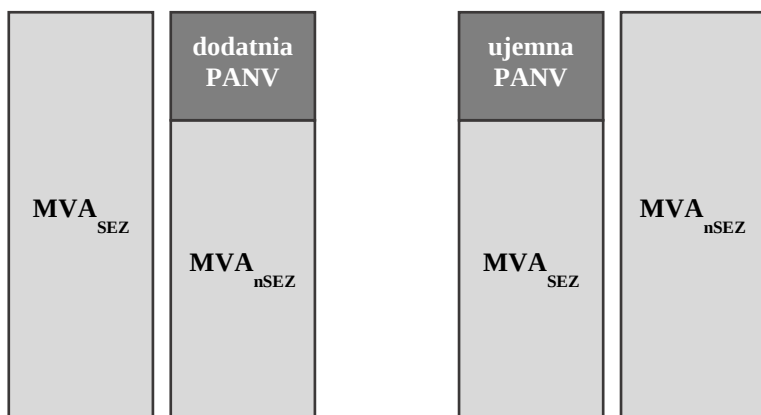
Warto podkreślić, że jedyna różnica pomiędzy dwoma zaproponowanymi podejściami polega na zastosowaniu innego czynnika dyskontującego do EVA_{nSEZ} , tj. $WACC_{nSEZ}$ zamiast $WACC_{SEZ}$, co jest widoczne po poniższym przekształceniu wzoru (30):

$$\sum_{t=1}^n \frac{\Delta EVA_{SEZt}}{(1+WACC_{SEZ})^t} = \sum_{t=1}^n \left[\frac{EVA_{SEZt}}{(1+WACC_{SEZ})^t} - \frac{EVA_{nSEZt}}{(1+WACC_{SEZ})^t} \right] \quad (34)$$

Drugie z zaproponowanych podejść – oparte na zastosowaniu miernika MVA , a przez to wymagające uwzględnienia również $WACC_{nSEZ}$ – jest bardziej pracochłonne, ale wydaje się bardziej uzasadnione, gdyż pozwala na uwzględnienie różnic w koszcie kapitału wynikających z prowadzenia działalności w strefie nie tylko w przyroście miernika w ujęciu rocznym (wartości ΔEVA), ale również w przyroście miernika wieloletniego (wartości ΔMVA).

Zgodnie ze wzorem (4), MVA to wartość bieżąca przyszłych oczekiwanych EVA . W efekcie powyżej zdefiniowana ΔMVA powinna być interpretowana jako zmiana rynkowej wartości dodanej przedsiębiorstwa spowodowana uzyskaniem przez nie prawa do zwolnienia podatkowego w strefie. Ta zmiana rynkowej wartości dodanej mogłaby zostać oszacowana przez racjonalnego i dysponującego szczegółowymi informacjami przedsiębiorcę w roku, w którym rozpoczął on działalność w strefie. Tę koncepcję wartości pomocy publicznej netto ilustruje rysunek 2.

¹⁶⁷ Na podstawie: A. Herman, A. Szablewski, *Orientacja na wzrost wartości współczesnego przedsiębiorstwa*, w: *Zarządzanie wartością firmy*, red. A. Herman, A. Szablewski, Poltext, Warszawa 1999, s. 30; P. Szczepankowski, op. cit., s. 164; A. Cwynar, W. Cwynar, *Mierniki kreowanej wartości spółki kapitałowej*, op. cit., s. 126.



Rysunek 2. Wartość pomocy publicznej netto w perspektywie wieloletniej ustalona na podstawie rynkowej wartości dodanej

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: E. Mäkeläinen, *Economic Value Added as a Management Tool*, <http://www.evanomics.com/evastudy.shtml> (dostęp: 10.03.2019).

Wartość bieżąca pomocy publicznej netto (*PANV*) stanowi rzeczywistą korzyść finansową dla przedsiębiorstwa wynikającą z prowadzenia działalności w specjalnej strefie ekonomicznej. Tak ustalona wartość powinna zostać porównana z wykorzystaną wartością pomocy publicznej ustaloną jako *EDB* zgodnie z odpowiednimi przepisami.

Dla kompletności wywodu warto nadmienić ponownie o możliwości ustalania wskaźnika stosunkowej wartości pomocy publicznej, w którym wartość bieżąca pomocy publicznej netto oszacowana według jednego z powyższych podejść zostanie odniesiona do wartości bieżącej kosztów kwalifikowanych (nakładów inwestycyjnych lub dwuletnich kosztów pracy) poniesionych przez dane przedsiębiorstwo strefowe, zgodnie z poniższym wzorem:

$$PANVR = \frac{NPV_{PANV}}{\sum_{t=1}^n \frac{EC_t}{(1+WACC_{SEZ})^t}} \quad (35)$$

gdzie:

PANVR – wskaźnik stosunkowej wartości pomocy publicznej netto (*public aid net value ratio*),

EC_t – wartość kosztów kwalifikowanych poniesionych w okresie t (*eligible costs*).

Przy przyjęciu podejścia pierwszego do szacowania wartości bieżącej *PANV* wzór (35) przyjmie następującą postać:

$$PANVR = \frac{NPV_{PANV}}{\sum_{t=1}^n \frac{EC_t}{(1+WACC_{SEZ})^t}} = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{\Delta EVA_t}{(1+WACC_{SEZ})^t}}{\sum_{t=1}^n \frac{EC_t}{(1+WACC_{SEZ})^t}} \quad (36)$$

Tak oszacowany wskaźnik pozwoli z kolei na porównanie rzeczywiście uzyskanej pomocy z maksymalną intensywnością pomocy przysługującą danemu przedsiębiorstwu zgodnie z odpowiednimi przepisami oraz stopniem wykorzystania zwolnienia podatkowego ustalonym na podstawie przepisów. Jeśli wartość wskaźnika *PANVR* będzie niższa niż stopień wykorzystania zwolnienia podatkowego ustalony na podstawie przepisów, to oznacza, że uzyskane zwolnienie przyniosło danemu przedsiębiorstwu niższą rzeczywistą korzyść niż wynika z wartości raportowanej zgodnie z przepisami. I odwrotnie – jeśli wskaźnik *PANVR* przyjmie wartość wyższą niż stopień wykorzystania zwolnienia podatkowego ustalony na podstawie przepisów, okaże się, że rzeczywista korzyść finansowa danego podmiotu z tytułu zwolnienia w strefie ma dla niego większą wartość niż wynika z wielkości ustalonych w myśl przepisów.

3.3. Ujęcie krytycznych czynników kształtujących wartość pomocy publicznej netto w opracowanej metodzie

Wśród krytycznych czynników, które wpływają na wartość pomocy publicznej netto dla przedsiębiorstwa wykorzystanej w formie zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych w strefie, należy wymienić:

- 1) zmianę nominalnej stawki podatku dochodowego,
- 2) szczególne zasady rozliczeń podatkowych w odniesieniu do dochodu strefowego,
- 3) koszty strefowe indukowane,
- 4) zmianę pewnych kosztów zmiennych w koszty quasi-stałe.

Zmiana nominalnej stawki podatku dochodowego wynika z tego, że zwolniony dochód strefowy podlega opodatkowaniu stawką nominalną o wartości 0%, a nie 19% jak pozostały dochód podatkowy.

Natomiast szczególne zasady rozliczeń podatkowych w odniesieniu do dochodu strefowego wynikają z niektórych stanowisk organów podatkowych wyrażonych w interpretacjach podatkowych oraz orzeczeń sądów administracyjnych. Do przykładów tych szczególnych zasad można zaliczyć:

- brak prawa do rozliczania straty strefowej z dochodem strefowym w latach kolejnych,
- asymetryczne traktowanie przychodów i kosztów finansowych związanych z ogółem działalności (przychody opodatkowane w całości, natomiast koszty alokowane proporcją pomiędzy działalność opodatkowaną i zwolnioną).

Te szczególne zasady rozliczeń, szczegółowo opisane w podrozdziale 2.4, powodują, że efektywne opodatkowanie dochodu strefowego jest wyższe niż wskazywałaby nominalna stawka podatkowa (0%).

Przez koszty strefowe indukowane rozumiane są koszty dodatkowe, które muszą być ponoszone przez podmioty strefowe wyłącznie w związku z działalnością w strefie. Koszty te zatem nie obciążałyby przedsiębiorstwa, gdyby nie prowadziło ono działalności w specjalnej strefie ekonomicznej. Do przykładów takich kosztów należy tzw. opłata administracyjna ustalona w stałej wysokości (ale co rok indeksowanej wartością inflacji) i uiszczana na rzecz podmiotu zarządzającego daną specjalną strefą ekonomiczną.

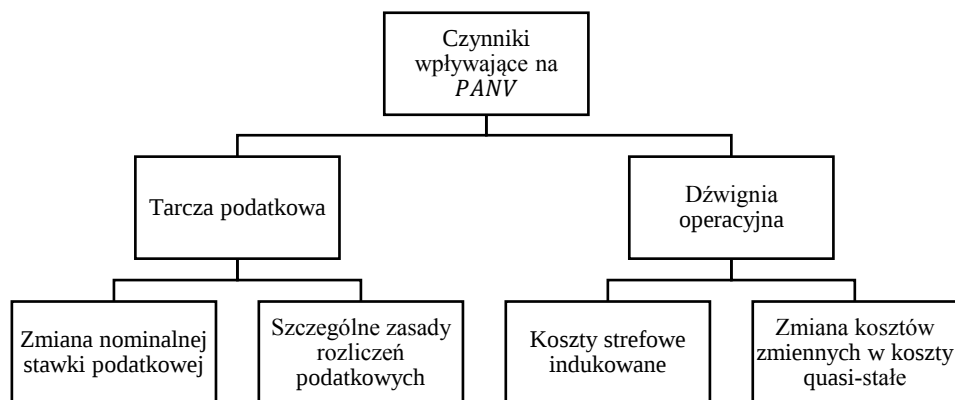
Z kolei zmiana pewnych kosztów zmiennych w koszty quasi-stałe wynika z tego, iż zadeklarowane przez przedsiębiorcę parametry inwestycji muszą zostać osiągnięte, a następnie utrzymane przez wymagany minimalny okres w celu zapewnienia trwałości projektu. W szczególności duże przedsiębiorstwa są zobowiązane do utrzymania liczby utworzonych miejsc pracy przez pięć lat (małe i średnie przedsiębiorstwa – trzy lata), co zmniejsza elastyczność przedsiębiorstwa i jego wpływ na kształtowanie sytuacji finansowej i wiąże się z ograniczeniem dowolnego kształtowania struktury kosztów działalności operacyjnej, a tym samym może wpływać na zwiększenie ryzyka tej działalności (wyższa dźwignia operacyjna). Można stwierdzić, że koszty wynagrodzeń tych pracowników zmieniają swój charakter z kosztów zmiennych w koszty quasi-stałe. Jako że regulacje prawne w zakresie stref nie narzucają przedsiębiorstwom obowiązku utrzymania poziomu wynagrodzeń, można założyć, że kosztem stałym staje się iloczyn liczby nowo zatrudnionych pracowników i minimalnego wynagrodzenia obowiązującego w danym okresie na podstawie odpowiednich przepisów¹⁶⁸.

Powyższe czynniki można podzielić na:

- czynniki związane z tarczą podatkową, do których należy zmiana nominalnej stawki podatkowej (1) oraz szczególne zasady rozliczeń podatkowych (2),
- czynniki wpływające na poziom dźwigni operacyjnej i poziom progu rentowności, tj. koszty strefowe indukowane (3) oraz zmiana pewnych kosztów zmiennych w koszty quasi-stałe (4).

Powyższy podział czynników kształtujących wartość pomocy publicznej netto dla przedsiębiorstwa wykorzystanej w formie zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych w strefie ilustruje rysunek 3.

¹⁶⁸ W niniejszej analizie pominięto kwestię ewentualnych trudności utrzymania lub znalezienia nowych pracowników gotowych świadczyć pracę za minimalne wynagrodzenie.



Rysunek 3. Czynniki kształtujące wartość pomocy publicznej netto dla przedsiębiorstwa wykorzystanej w formie zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych w strefie

Źródło: Opracowanie własne.

W celu sprawdzenia poprawności zaproponowanej metody, w następnym kroku zweryfikowano, czy wymienione powyżej czynniki uznane za krytyczne dla ustalenia wartości pomocy publicznej netto zostały odzwierciedlone w strukturze tej metody. Ponadto przeanalizowano, czy w zaproponowanej formule metody są jakieś elementy stałe, które na podstawie założenia *ceteris paribus* można uznać za niezmiennie, gdyż nie zależą od prowadzenia działalności w specjalnej strefie ekonomicznej.

Jak już wspomniano, punktem wyjścia do tej analizy był miernik *EVA* w postaci zaprezentowanej we wzorze (29):

$$EVA = EBIT(1 - T) - (E \times k_E + D \times k_D)$$

Zgodnie z metodą zaproponowaną we wzorze (5):

$$PANV = \Delta EVA = EVA_{SEZ} - EVA_{nSEZ}$$

przeanalizowano, które z elementów miernika *EVA* będą kształtować się odmiennie dla EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} , a następnie rozważono, które ze zdefiniowanych grup czynników krytycznych dla wartości pomocy publicznej netto będą miały wpływ na tę różnicę.

W pierwszej kolejności stwierdzono, że czynniki krytyczne dla ustalenia wartości pomocy publicznej netto związane z tarczą podatkową ujawniają się w efektywnej stawce opodatkowania (T), natomiast czynniki wpływające na efekt dźwigni operacyjnej będą determinować wartość *EBIT*. W dłuższej perspektywie czasowej zarówno tarcza podatkowa, jak i dźwignia operacyjna będą wpływać na zmianę wielkości kapitału własnego (E). Jako że wartość zysku netto w strefie i poza strefą jest różna o wartość wykorzystanego w danym roku

zwolnienia podatkowego, to odpowiednia część tej różnicy (zależna od stosowanej w przedsiębiorstwie polityki dywidendy) w formie zysku zatrzymanego będzie wpływała na zmianę wartości kapitału własnego w kolejnym roku. W każdym następnym roku należy uwzględnić również wpływ tych różnic z lat poprzednich (poprzez ustalenie wartości zmiany kapitału własnego w danym roku w stosunku do wartości tego kapitału za rok poprzedni oszacowanej wcześniej zgodnie z powyższym podejściem). Dla ostatniego roku działalności w specjalnej strefie ekonomicznej różnica ta powinna być równa iloczynowi sumy wykorzystanego zwolnienia podatkowego w całym okresie (bez roku bieżącego) i średniej stopy zysków zatrzymanych.

Kolejnym elementem opracowanej metody jest koszt kapitału własnego (k_E). W tym miejscu należy zaznaczyć, że w rzeczywistości przedsiębiorcy korzystający z proponowanej metody będą stosować w wyliczeniach koszt kapitału własnego ustalony dla celów wewnętrznych i według własnych procedur. Natomiast w ramach opisanych w niniejszej pracy badań oszacowanie wartości kosztu kapitału własnego było niezbędne w celu przeprowadzenia walidacji opracowanej metody na podstawie studiów przypadków. W związku z tym etap ten nie był celem głównym badań, a miał jedynie charakter poboczny i pomocniczy. W efekcie w zakresie wyboru ram teoretycznych, metody oraz założeń zastosowano podejście uproszczone.

W związku z powyższym w ramach prowadzonych badań przyjęto założenie o małej asymetrii informacji i dlatego dalsze dywagacje przeprowadzono opierając się na teorii Modiglianiego-Millera. Natomiast warto zaznaczyć, że w przypadku odmiennych warunków inne ramy teoretyczne mogłyby stanowić podstawę do bardziej precyzyjnych wniosków.

Zgodnie z teorią II Modiglianiego-Millera (rozszerzoną w stosunku do teorii I o uwzględnienie podatków i kosztów bankructwa) koszt kapitału własnego jest zależny od stopnia wykorzystania dźwigni finansowej, tj. stopnia zadłużenia, oraz od stawki podatku dochodowego¹⁶⁹ zgodnie z poniższym wzorem¹⁷⁰:

$$k_E = k_{E\,ND} + (k_{E\,ND} - k_D)(1 - T)\left(\frac{D}{E}\right) \quad (37)$$

gdzie:

$k_{E\,ND}$ – koszt kapitału własnego spółki niewykorzystującej dźwigni finansowej, czyli finansowanej w całości kapitałem własnym (*no debt*).

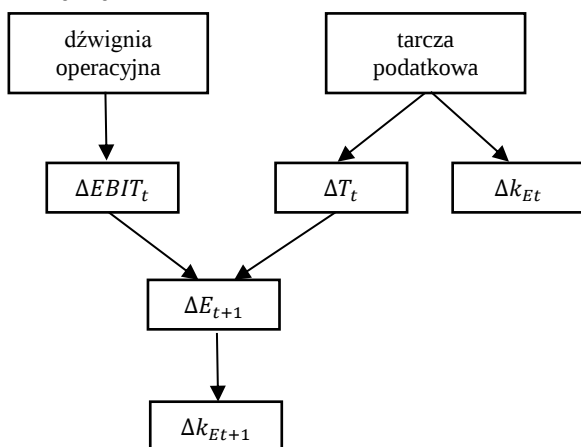
¹⁶⁹ F. Brigham, L.C. Gapenski, *Zarządzanie finansami* cz.1, Polskie Wydawnictwa Ekonomiczne, Warszawa 2000, s. 498.

¹⁷⁰ F. Modigliani, M.H. Miller, *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, „American Economic Review”, June 1965, s. 439.

Wzrost zadłużenia powoduje wzrost ryzyka, za które właściciele przedsiębiorstwa oczekują odpowiedniej rekompensaty (premii). Zgodnie z teorią II Modiglianiego-Millera wartość tej premii jest funkcją m.in. wysokości stawki podatku dochodowego¹⁷¹. W efekcie poziom kosztu kapitału własnego zależy od poziomu tarczy podatkowej i efektywnej stopy opodatkowania w danym roku. Jednocześnie na poziom kosztu kapitału własnego ma wpływ struktura kapitału, tj. stosunek kapitału obcego do kapitału własnego. Jak już wskazano, wartość kapitału własnego jest z kolei determinowana m.in. wartością zysków zatrzymanych w poprzednich latach.

Natomiast pozostałe elementy modelu, tj. poziom kapitału obcego (D) oraz nominalny koszt kapitału obcego (k_D) są składnikami, których wartości nie zależą bezpośrednio od prowadzenia działalności w specjalnej strefie ekonomicznej. W związku z powyższym uznano, że elementy te nie generują zmiany EVA w zaproponowanej metodzie.

Ogół zależności pomiędzy zidentyfikowanymi grupami krytycznych czynników kształtujących ekonomiczną wartość zwolnienia w strefie oraz poszczególnymi elementami proponowanej metody szacowania wartości pomocy publicznej netto ilustruje rysunek 4.



Rysunek 4. Zależności pomiędzy elementami metody szacowania ekonomicznej wartości zwolnienia w strefie

Źródło: Opracowanie własne.

Warto zauważyć, że zidentyfikowane krytyczne czynniki kształtujące ekonomiczną wartość pomocy publicznej netto mogą zostać przyporządkowane do grup generatorów wartości przedsiębiorstwa zdefiniowanych przez A. Rappaporta¹⁷² (przytoczonych w podrozdziale 3.1). Do grupy czynników operacyjnych

¹⁷¹ T. Dudycz, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2005, s. 139.

¹⁷² A. Rappaport, op. cit., s. 65.

należy $\Delta EBIT$ oraz ΔT , do czynników finansowych – Δk_E oraz ΔT , natomiast ΔE może zostać przyporządkowana zarówno do czynników finansowych, jak i inwestycyjnych.

Następnie mając na uwadze powyżej zdefiniowane zależności między krytycznymi czynnikami kształtującymi wartość pomocy publicznej netto w strefie, przeanalizowano wpływ tych czynników na warunki prowadzenia działalności gospodarczej przez przedsiębiorstwa strefowe.

Poziom dźwigni operacyjnej jest związany z progiem rentowności, który wskazuje jaka wartość sprzedaży (w ujęciu ilościowym lub wartościowym) jest niezbędna do pokrycia kosztów stałych i zmiennych¹⁷³. Wyższy udział kosztów stałych w kosztach ogółem oznacza wyższe ryzyko operacyjne, gdyż skutkuje większą wrażliwością *NOPAT* na zmiany poziomu przychodów operacyjnych¹⁷⁴. W przypadku działalności strefowej wzrost udziału kosztów stałych w kosztach operacyjnych ogółem jest spowodowany koniecznością ponoszenia dodatkowych kosztów (koszty indukowane), jak i zmianą części kosztów zmiennych w koszty quasi-stałe. Mając na uwadze powyższe ustalenia, przyjęto założenie, że prowadzenie działalności w specjalnej strefie ekonomicznej powoduje wzrost wartości kosztów stałych przedsiębiorstwa, a przez to ogranicza wpływ przedsiębiorstwa na strukturę kosztów działalności operacyjnej.

Natomiast w zakresie czynników związanych z tarczą podatkową przede wszystkim należy zauważyć, że osłona podatkowa może być dwojakiego rodzaju: odsetkowa i pozaodsetkowa¹⁷⁵ (obejmująca m.in. odpisy amortyzacyjne czy inwestycyjne ulgi podatkowe, do których należy zwolnienie w strefie). W ramach opracowanej metody pozaodsetkowa tarcza podatkowa będzie miała wpływ na przyrost *NOPAT*, natomiast odsetkowa tarcza podatkowa odzwierciedli się w koszcie kapitału (zgodnie z powyższym wywodem zarówno w zakresie kosztu kapitału obcego, jak i kapitału własnego). W tym kontekście niezwykle ważnym aspektem jest górne ograniczenie wykorzystania efektu tarczy podatkowej¹⁷⁶, gdyż po osiągnięciu przez podstawę opodatkowania wartości zerowej jej dalsze obniżanie nie przynosi już oszczędności podatkowych. W warunkach polskich, z uwagi na przewidziane w art. 7 ust. 5 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych prawo do rozliczania straty w kolejnych pięciu latach,

¹⁷³ H. Sobolewski, *Analiza prognozy rentowności i wspomagania operacyjnego – wprowadzenie teoretyczne*, w: *Analiza finansowa przedsiębiorstwa – ujęcie sytuacyjne*, red. M. Hamrol, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2004, s. 176.

¹⁷⁴ M. Wieczorek-Kosmala, *The Break Even Point Analysis in Terms of EVA Account*, w: *Finanse wobec sfery realnej gospodarki T. 2*, red. K. Znaniecka, T. Zieliński, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2008, s. 98.

¹⁷⁵ H. DeAngelo, R. Masulis, *Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation*, „Journal of Financial Economics” 1980, Vol. 8(1), s. 22.

¹⁷⁶ J. Gajdka, *Teoria struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 148.

w przypadku wystąpienia zysku operacyjnego niższego niż całkowita wartość możliwej do wykorzystania tarczy podatkowej (odsetkowej i pozaodsetkowej) osłona podatkowa zostanie w części lub całości przesunięta na kolejne lata. Jednak przeważnie oznacza to niższą rzeczywistą wartość wykorzystanej tarczy podatkowej z następujących powodów¹⁷⁷:

- potrąceniu w kolejnych latach podlega strata w wartości nominalnej, więc z uwagi na zmienną wartość pieniądza w czasie jej realna wartość będzie odpowiednio niższa (w szczególności na koniec dopuszczalnego okresu rozliczenia, tj. po pięciu latach),
- potrącenie straty następuje od podstawy opodatkowania, co oznacza, że w przypadku obniżania stawek podatku dochodowego od osób prawnych, jak to miało miejsce w Polsce w pierwszej połowie pierwszej dekady XXI w., realna korzyść przedsiębiorstwa jest mniejsza,
- w przypadku utrzymującej się dłuższy czas niższej rentowności, przedsiębiorstwo może nie zdążyć rozliczyć w całości straty w okresie pięciu lat.

Niezależnie od powyższych uwag, należy zauważyć, że w przypadku działalności strefowej, z powodu braku prawa do rozliczania strat z działalności strefowej, tarcza podatkowa nie może zostać przeniesiona na kolejne lata. Czyli w przypadku osiągnięcia zysku operacyjnego z działalności strefowej niewystarczającego na wykorzystanie całej przysługującej tarczy podatkowej, osłona ta zostanie utracona. W literaturze przedmiotu przyjmuje się, że w zakresie, w jakim przedsiębiorstwo korzysta z pozaodsetkowych tarcz podatkowych, wartość odsetkowej tarczy podatkowej może być zredukowana¹⁷⁸, a przez to skłonność do wykorzystania dźwigni finansowej przez przedsiębiorstwa (tj. wzrostu poziomu zadłużenia) będzie odwrotnie proporcjonalne do wartości dostępnych pozaodsetkowych tarcz podatkowych¹⁷⁹. Na podstawie powyższego należałoby się spodziewać, że przedsiębiorstwa strefowe będą charakteryzowały się niższą skłonnością do wykorzystania dźwigni finansowej niż pozostałe przedsiębiorstwa. Jednak praktyka wskazuje, że przedsiębiorstwa strefowe jako podmioty działające racjonalnie dążą do wykorzystania jak największej sumarycznej wartości tarczy podatkowej w różnych formach poprzez ich odpowiednie rozłożenie w czasie. Najczęściej spotykanym rozwiązaniem w tym zakresie jest czasowe obniżanie podatkowych stawek amortyzacyjnych w okresie korzystania ze zwolnienia strefowego i powrót do stawek standardowych po jego zakończeniu. Prawdopodobnie tę można nazwać efektem „wypychania” lub „wypierania” innych

¹⁷⁷ A. Walasik, *Wykorzystanie osłony podatkowej przez przedsiębiorstwa*, w: *Finanse przedsiębiorstw wobec procesów globalizacji*, red. L. Pawłowicz, R. Wierzbą, CeDeWu, Warszawa 2003, s. 204, 207-208.

¹⁷⁸ A.C. Shapiro, S.D. Balbirer, *Modern Corporate Finance: A Multidisciplinary Approach to Value Creation*, Prentice Hall, Upper Saddle River 2000, s. 474.

¹⁷⁹ H. DeAngelo, R. Masulis, op. cit., s. 22.

rodzajów tarcz podatkowych przez zwolnienie strefowe. W ramach tego efektu istnieje swoista hierarchia, w której w pierwszej kolejności przedsiębiorstwa przyjmują rozwiązania łatwiejsze do przeprowadzenia i mniej ingerujące w aspekty biznesowe, polegające raczej na zabiegach administracyjno-księgowych. Dlatego też przeważnie ograniczają się one do zmiany stawek amortyzacyjnych, ale nie dokonują zmiany struktury kapitału. Co ciekawe, w przypadku przedsiębiorstw strefowych wnioski H. DeAngelo i R. Masulisa, zgodnie z którym wartość pozaodsetkowych tarcz podatkowych powinna mieć wpływ na preferencje przedsiębiorstw w zakresie wykorzystania tarczy odsetkowej (tj. wyboru struktury kapitału), nie znalazł bezpośredniego potwierdzenia. W tym przypadku bowiem przedsiębiorstwa strefowe, dążąc do maksymalizacji sumarycznej wartości wykorzystanej tarczy podatkowej, nie kierują się rozróżnieniem między odsetkową i pozaodsetkową tarczą podatkową, tylko przyjmują własną hierarchię i kolejność wykorzystania poszczególnych rodzajów tarcz podatkowych na podstawie stopnia trudności przeprowadzenia zmian w schemacie ich wykorzystania. Niemniej jednak w świetle powyższego, przyjęto założenie, że sposób rozliczeń podatkowych w specjalnej strefie ekonomicznej wpływa na zmniejszenie wartości tarczy podatkowej innej niż zwolnienie podatkowe, w szczególności tarczy podatkowej odsetkowej.

Powyżej sformułowane założenia podlegały weryfikacji na podstawie analizy studiów przypadków z wykorzystaniem zaproponowanej metody szacowania wartości pomocy publicznej netto (opisanej w rozdziale 4). Jednak przed zastosowaniem tej metody w praktyce dokonano wyboru korekt księgowych w zakresie *NOPAT* i zaangażowanego kapitału, które powinny być stosowane dla celów wyliczenia ΔEVA . Proces ten został opisany w poniższym podrozdziale 3.4.

3.4. Wybór zakresu korekt księgowych w modelu *EVA* adekwatnych do działalności strefowej

Twórcy modelu *EVA* zaproponowali dokonanie 164 korekt, które mają przekształcić wartości księgowe *NOPAT* i zaangażowanego kapitału wynikające ze sprawozdań finansowych w tzw. wartości ekonomiczne¹⁸⁰. Głównym celem tych korekt jest sprowadzenie wyniku działalności do kategorii bardziej pieniężnych niż memoriałowych i oczyszczenie ich z efektów tzw. zanieczyszczeń księgowych.

Najważniejsze z zaproponowanych korekt do *EVA* przedstawiono w tabeli 4.

¹⁸⁰ P.A. Dierks, A. Patel, *What Is EVA, and How Can It Help Your Company?*, „Management Accounting” 1997, Vol. 79(5), s. 53.

Tabela 4. Zestawienie najważniejszych korekt do *EVA*

Korekty do <i>NOPAT</i>	Korekty do wartości zaangażowanego kapitału
• kapitalizowanie kosztów prac badawczo-rozwojowych (B+R), • dodanie zmiany w wartości rezerwy na złe długi, • dodanie zmiany w wartości rezerwy LIFO, • dodanie odpisu amortyzacyjnego od wartości firmy, • dodanie pozostałych dochodów operacyjnych, • uwzględnienie podatku w wartości gotówkowej, a nie księgowej	• kapitalizowanie i amortyzacja niektórych kosztów marketingowych, • odjęcie zbywalnych papierów wartościowych oraz środków trwałych w budowie (ponieważ obecnie nie uczestniczą w generowaniu wyników z działalności operacyjnej), • dodanie wartości bieżącej długoterminowego leasingu, który zgodnie z regułami rachunkowości nie podlega kapitalizacji (tj. leasing operacyjny), • dodanie wartości rezerwy na złe długi, • dodanie rezerwy LIFO, • dodanie kapitalizowanych wartości niematerialnych (łącznie z kosztami B+R) według wartości netto, • dodanie skumulowanej amortyzacji dotyczącej wartości firmy, • dodanie nieuwjętej w księgach wartości firmy, • dodanie (lub odjęcie) skumulowanej wartości strat (lub zysków) nadzwyczajnych przed opodatkowaniem

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: G.C. Biddle, R.M. Bowen, J.S. Wallace, *Does EVA® Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values*, „Journal of Accounting and Economics” 1997, Vol. 24(3), s. 307; A. Ehrbar, *EVA: strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa 2000, s. 136.

W literaturze przedmiotu dominuje stanowisko, że lista zaproponowanych korekt powinna być traktowana jako zestaw możliwości, spośród których każdy podmiot dokonuje wyboru korekt najbardziej adekwatnych do specyfiki jego działalności i/lub branży, w której działa¹⁸¹. Z reguły wdrażana w praktyce liczba korekt nie przekracza pięciu¹⁸². Dokonywanie bowiem wszystkich zaproponowanych korekt nadmiernie skomplikowałoby proces wyliczania ekonomicznej wartości dodanej, nie przynosząc w zamian dużej dodatkowej wartości informacyjnej. Zwraca się też uwagę, że wielość korekt bardzo komplikuje pomiar *EVA*, co oznacza, że zwiększenie rzetelności pomiaru wiąże się ze zmniejszeniem jego przejrzystości¹⁸³.

B. Stewart wskazuje, że przy wyborze zestawu korekt powinno się kierować następującymi kryteriami¹⁸⁴:

- wpływ korekty na *EVA*,

¹⁸¹ B. Bartoszewicz, K. Pniewski, op. cit., s. 93.

¹⁸² S.D. Young, *Some Reflections on Accounting Adjustments and Economic Value Added*, „Journal of Financial Statement Analysis” 1999, Vol. 4(2), s. 3; B. Bartoszewicz, K. Pniewski, op. cit., s. 93.

¹⁸³ M. Wieczorek-Kosmala, *Ekonomiczna wartość dodana*, op. cit., s. 19.

¹⁸⁴ B. Stewart, *EVA – Fact and Fantasy*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1994, No. 2, cyt. za E. Maćkowiak, *Ekonomiczna wartość dodana*, op. cit., s. 69.

- wpływ zarządu na czynniki objęte korektą,
- łatwość zrozumienia idei *EVA* po korektach dla pracowników,
- łatwość uzyskania informacji wymaganych do przeprowadzenia korekty.

W literaturze można również spotkać się z innymi zbiorami kryteriów wyboru korekt, np. w formie pytań¹⁸⁵:

- czy korekta ma istotny wpływ na *EVA*?
- czy wykonanie korekty jest pracochłonne, czy dane są łatwo dostępne?
- czy korekta ogranicza możliwość manipulowania ekonomiczną wartością dodaną (*EVA*) i ogranicza ryzyko nieracjonalnych decyzji?

Warto zauważyć, że sens tych warunków jest spójny z kryteriami zaproponowanymi przez B. Stewarta i może zostać podsumowany jako: materialność, zasadność, przejrzystość oraz pracochłonność korekt.

W zakresie opracowanej metody dokonano wyboru korekt, które mogą mieć znaczenie w przypadku podmiotów korzystających ze zwolnienia w specjalnych strefach ekonomicznych, mając na uwadze charakterystykę rozliczeń i zobowiązań podatkowo-finansowych w strefie. Można stwierdzić, że podmioty strefowe zostały w tym przypadku potraktowane jako specyficzna grupa podlegająca wspólnym szczególnym uwarunkowaniom finansowo-podatkowym. Jednak w praktyce każdy podmiot może rozszerzyć ten katalog o np. korekty specyficzne dla jego branży.

W polskiej literaturze przedmiotu najczęściej analizuje się następujący zestaw korekt, który pozwala na przejście od księgowego zysku netto do kategorii *NOPAT*¹⁸⁶:

- wyłączenie kosztów zadłużenia i przeniesienie ich do kosztów kapitału,
- wyłączenie przychodów i kosztów finansowych (innych niż koszty zadłużenia),
- wyłączenie wyniku zdarzeń nadzwyczajnych,
- wyłączenie pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych o charakterze nieciągłym,
- kapitalizowanie kosztów prac badawczo-rozwojowych i ich amortyzacja,
- kapitalizowanie kosztów leasingu operacyjnego i ich amortyzacja,
- zmiana schematu amortyzacji z księgowej na ekonomiczną,
- wyłączenie amortyzacji wartości firmy,
- zmiana sposobu wyceny zapasów z metody LIFO na FIFO,
- wyłączenie podatku odroczonego.

Jedną z podstawowych i najbardziej oczywistych korekt jest korekta w zakresie kosztów zadłużenia, która polega na ich przeniesieniu z działalności operacyjnej do finansowej. W szczególności oznacza to wyłączenie kosztów związa-

¹⁸⁵ B. Bartoszewicz, K. Pniewski, op. cit., s. 92.

¹⁸⁶ Na podstawie m.in.: M. Wieczorek-Kosmala, *Ekonomiczna wartość dodana*, op. cit., s. 15; E. Maćkowiak, *Ekonomiczna wartość dodana*, op. cit., s. 70.

nych z długiem z wartości *NOPAT* i uwzględnienie ich w kalkulacji kosztu kapitału. Korekta ta nie zmienia ekonomicznej wartości dodanej (*EVA*), a w efekcie również wartości ΔEVA , ale ma na celu łatwiejszą interpretację wyniku poprzez dezagregację czynników wpływających na ekonomiczną wartość dodaną pomiędzy czynniki operacyjne i finansowe. Przy wykorzystaniu proponowanej metody należy rozważyć zasadność tej korekty w zależności od poziomu szczegółowości analizy – korekta ta będzie konieczna przykładowo w przypadku przeprowadzania analizy wrażliwości ze względu na poziom tarczy podatkowej, w ramach której odrębnie będą analizowane odsetkowa i pozaodsetkowa osłona podatkowa. Jednak w większości przypadków korekta ta nie jest niezbędna, gdyż ma neutralny wpływ na wynik obliczeń. Warto jednak zauważyć, że w *NOPAT* mogą być też ujęte przychody finansowe związane z obsługą długu (np. dodatnie różnice kursowe od pożyczek, kredytów w walutach obcych)¹⁸⁷. W takim przypadku przychody te powinny być traktowane analogicznie jak koszty zadłużenia, czyli zasadniczo przeniesione z *NOPAT* do kalkulacji kosztu kapitału, gdzie spowodują odpowiednie obniżenie kosztu kapitału obcego. Jednak zgodnie z powyższą uwagą ustalono, że w opracowanej metodzie możliwa jest rezygnacja z tej korekty.

W zakresie pozostałych korekt w literaturze przedmiotu można spotkać rozbieżne stanowiska na temat ich zasadności. Przede wszystkim przeważa negatywna ocena korekty polegającej na wyłączeniu z *NOPAT* przychodów i kosztów finansowych innych niż koszt zadłużenia. Kategorie te wyrażają bowiem efekt działań operacyjnych przedsiębiorstwa, a jedynie ich skutek ma wymiar finansowy¹⁸⁸. Ponadto ich ujęcie w *NOPAT* zapewnia kompleksową ocenę działań kierownictwa¹⁸⁹. Innymi słowy, po wyłączeniu tych kategorii z *NOPAT*, miernik *EVA* nie odzwierciedlałby przykładowo efektywności zarządzania nadwyżkami pieniężnymi, które jest immanentnym elementem prowadzenia działalności gospodarczej. Z drugiej strony należy pamiętać, że nawet najbardziej zyskowe długoterminowe inwestycje portfelowe do czasu ich realizacji będą miały wyłącznie negatywny wpływ na *EVA* poprzez generowanie kosztów kapitału i brak jakichkolwiek przychodów.

W proponowanej metodzie, która polega na wyliczeniu ΔEVA , wyłączenie z *NOPAT* przychodów i kosztów finansowych niezwiązanych z zadłużeniem będzie miało bardzo mały wpływ na wynik, ponieważ będzie dotyczyć zarówno EVA_{SEZ} , jak i EVA_{nSEZ} , czyli w dużej mierze się skompensuje. W wyniku końcowym pozostanie wyłącznie różnica równa iloczynowi salda między wyłączonymi przychodami i kosztami oraz różnicy w efektywnej stawce podatkowej

¹⁸⁷ B. Bartoszewicz, K. Pniewski, op. cit., s. 74.

¹⁸⁸ A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, op. cit., s. 107.

¹⁸⁹ B. Bartoszewicz, K. Pniewski, op. cit., s. 73.

w strefie i poza strefą. Podobnie efekt związany z długoterminowymi inwestycjami nie będzie miał większego znaczenia, szczególnie że w opracowanej metodzie przyjęto perspektywę wieloletnią, więc część z takich inwestycji może zostać zrealizowanych w tym okresie. W związku z powyższym stwierdzono, że w opracowanej metodzie można zrezygnować z korekt w zakresie przychodów i kosztów finansowych niezwiązanych z zadłużeniem.

W zakresie wyłączenia z *NOPAT* wyniku zdarzeń nadzwyczajnych w literaturze dominuje stanowisko aprobujące tę korektę¹⁹⁰, co z pewnością wynika z przekonania, że system motywacyjny nie powinien brać pod uwagę czynników, które pozostają poza kontrolą pracowników. W skrajnych stanowiskach pojawia się nawet propozycja korygowania *NOPAT* o efekt tzw. operacji nieciągłych, obejmujących przykładowo kary, grzywny, odszkodowania czy odpisane należności nieściągalne, które są zawarte w przychodach i kosztach operacyjnych¹⁹¹. Ale sporadycznie, w bardzo rygorystycznych systemach motywacyjnych, rezygnuje się z korekty dotyczącej zdarzeń nadzwyczajnych w celu uzyskania jak najwyższego stopnia powiązania wyników przedsiębiorstwa z wynagrodzeniem kadry zarządzającej¹⁹². W przedmiotowej metodzie dokonanie tej korekty można rozważyć głównie w przypadku wysokiej wartości wyniku zdarzeń nadzwyczajnych i takiego charakteru tych zdarzeń, że można przyjąć założenie, że nie wystąpiłyby one lub ich wartość byłaby znacząco odmienna, gdyby dane przedsiębiorstwo nie działało w strefie.

W zakresie korekty polegającej na kapitalizowaniu kosztów prac badawczo-rozwojowych uznaje się, że ma ona sens jedynie w sytuacji, gdy wartość tych kosztów podlega znaczącym wahaniom z roku na rok. W pozostałych przypadkach poziom *NOPAT* będzie podobny z przeprowadzeniem kapitalizacji tych wydatków czy po jednorazowym uznaniu ich za koszt¹⁹³. Przy w miarę stałym poziomie kosztów prac B+R, wartość kosztów bieżących w danym okresie zawartych w księgowym zysku netto będzie bowiem porównywalna z wartością odpisu amortyzacyjnego skapitalizowanych w poprzednich okresach prac badawczo-rozwojowych potrącanego zamiast bieżących kosztów w wyniku korekty zaproponowanej przez twórców *EVA*. Ale można też spotkać się ze stanowiskiem, że nawet w przypadku wysokiej, rosnącej z roku na rok wartości kosztów B+R, obniżenie kosztów bieżących w wyniku korekty będzie kompensowane wyższym kosztem kapitału naliczanym od skapitalizowanej wartości¹⁹⁴. W rezultacie w opracowanej metodzie ta korekta została pominięta.

¹⁹⁰ A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, op. cit., s. 106.

¹⁹¹ T. Dudycz, op. cit., s. 160.

¹⁹² B. Bartoszewicz, K. Pniewski, op. cit., s. 74.

¹⁹³ S.D. Young, *Some Reflections...*, op. cit., s. 6.

¹⁹⁴ G.C. Biddle, R.M. Bowen, J.S. Wallace, *Evidence on EVA*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1999, Vol. 12(2), s. 2.

Podobnie negowane jest znaczenie korekty dotyczącej kapitalizowania leasingu operacyjnego. Uznaje się, że korekta ta nadmiernie komplikuje proces wyceny bez poprawy jego dokładności. Ponadto w określonych przypadkach wpływ tej korekty może być znikomy, gdyż koszty finansowania są przenoszone z *NOPAT* do kosztu kapitału, gdzie w skumulowanej wartości za cały okres leasingu zwiększają wartość zainwestowanego kapitału w formie długu (co zwiększa wartość całkowitego kosztu kapitału), ale równocześnie wpływają na obniżenie wartości *WACC* (co z kolei powoduje zmniejszenie wartości całkowitego kosztu kapitału)¹⁹⁵. Ten drugi efekt wynika ze zmiany struktury finansowania – zwiększenie udziału długu, który co do zasady ma niższy koszt niż kapitał własny¹⁹⁶, spowoduje obniżenie *WACC*. Dlatego też w przypadku niezbyt dużego udziału leasingu operacyjnego w wartości aktywów, dopuszczalne jest ujmowanie go jako kosztów operacyjnych, czyli rezygnacja z tej korekty¹⁹⁷. Takie też podejście przyjęto w proponowanej metodzie.

Twórcy *EVA* proponują również zmianę odpisów amortyzacyjnych z księgowych na ekonomiczne¹⁹⁸, dzięki czemu można wyeliminować zniekształcenie księgowe polegające na poprawie wyniku *EVA* wyłącznie w efekcie starzenia się majątku trwałego. Zniekształcenie to powoduje ryzyko stymulowania nieracjonalnych decyzji kadry zarządzającej polegających na odraczaniu decyzji o wymianie zużytych środków trwałych. Jednak powyższy efekt ma największe znaczenie w przypadku stosowania modelu *EVA* jako podstawy systemu motywacyjnego oraz w przypadku kontroli efektywności przedsiębiorstwa na podstawie rocznych ekonomicznych wartości dodanych (*EVA*). W opracowanej metodzie natomiast z uwagi na wyliczanie wyłącznie ΔEVA , a nie wartości bezwzględnej tego miernika oraz z uwagi na perspektywę długoterminową znaczenie tej korekty jest znikome. W całym okresie badania większość środków trwałych zostanie umorzona w całości, więc różnice powstawałyby wyłącznie z tytułu zmiennej wartości pieniądza w czasie. W rezultacie ta korekta nie została uwzględniona w opracowanej metodzie.

Korekty w zakresie wyłączenia amortyzacji wartości firmy oraz zmiany sposobu wyceny zapasów z metody LIFO na FIFO mają zastosowanie tylko u niektórych podmiotów. Nie każde przedsiębiorstwo posiada w strukturze aktywów wartość firmy i nie każde stosuje metodę wyceny LIFO (która w warunkach polskich jest metodą stosowaną znacznie rzadziej niż dominująca metoda cen przeciętnych¹⁹⁹). Stąd decyzja w tym zakresie powinna być podejmowana

¹⁹⁵ B. Bartoszewicz, K. Pniewski, op. cit., s. 89-90.

¹⁹⁶ A. Blair, *EVA Fever*, „Management Today”, January 1997, s. 43.

¹⁹⁷ B. Cornell, op. cit., s. 101.

¹⁹⁸ B. Bartoszewicz, K. Pniewski, op. cit., s. 88.

¹⁹⁹ W. Cwynar, A. Cwynar, *Ocena wyników przedsiębiorstwa w świetle modelu ekonomicznego*, op. cit., s. 10.

odrębnie w każdym przypadku, gdyż jest zależna od sytuacji danego przedsiębiorstwa. Jednak w opracowanej metodzie korekta LIFO została uznana za zbyt pracochłonną i wymagającą posiadania trudno dostępnych informacji, a korekta w zakresie braku amortyzacji wartości firmy – za wywierającą niematerialny wpływ na wynik ΔEVA (brak kosztu amortyzacji w *NOPAT* zostanie w dużej mierze skompensowany dodatkowym obciążeniem z tytułu kosztu powiększonego o skumulowaną wartość odpisów amortyzacyjnych kapitału). W konsekwencji obie korekty zostały pominięte.

Natomiast korekta w zakresie podatku odroczonego została uznana za kluczową w opracowanej metodzie, gdyż eliminuje wpływ podatku księgowego, będącego kategorią niepodatkową i niepieniężną, na wynik wartości pomocy publicznej netto, która powinna odzwierciedlać wyłącznie różnice w rzeczywistym zobowiązaniu podatkowym. Zmiana w poziomie podatku odroczonego jest więc w opracowanej metodzie korygowana zgodnie z zaleceniami twórców *EVA*, tj. wzrost podatku odroczonego jest dodawany do *NOPAT*, a spadek jest od niego odejmowany. Natomiast saldo konta „podatek odroczony” jest uwzględniane w wartości zainwestowanego kapitału (tzn. dodawane, jeśli pozycja podatku odroczonego jest w bilansie po stronie pasywów lub odejmowane, jeśli po stronie aktywów)²⁰⁰.

Korekty w zakresie wartości zaangażowanego kapitału częściowo wynikają z korekt dotyczących *NOPAT* (np. korekty dotyczące kosztów B+R, leasingu operacyjnego, podatku odroczonego, amortyzacji). Leasing operacyjny jako ekwiwalent długu powiększa wartość kapitału obcego²⁰¹, natomiast pozostałe pozycje stanowiące wykorzystanie kapitału właścicieli, jak koszty B+R, podnoszą wartość kapitału własnego²⁰². W przedmiotowej metodzie te korekty powinny być przeprowadzone tylko, jeśli symetryczna korekta zostanie dokonana w *NOPAT*. Zgodnie z powyższymi konkluzjami, zakres korekt zaangażowanego kapitału wynikających z korekt *NOPAT* ograniczy się prawdopodobnie do korekty związanej z podatkiem odroczonym.

Jednak twórcy *EVA* zaproponowali też inne dodatkowe korekty wartości zaangażowanego kapitału, które nie są związane z *NOPAT*. Celem tych pozostałych korekt jest powiększenie zaangażowanego kapitału o wartość pozycji pasywów, które mają charakter ekwiwalentów kapitału. Do kategorii takich należą: rozliczenia międzyokresowe kosztów, rezerwy na zobowiązania i fundusze specjalne²⁰³. Główna wątpliwość w tym zakresie dotyczy tego, czy dana pozycja powinna być traktowana jako kapitał obcy czy jako kapitał własny. Środki finansowe ujęte w tych pozycjach docelowo są przeznaczone dla podmiotów zewnętrznych, ale w danym momencie pozostają w dyspozycji przedsiębiorstwa,

²⁰⁰ S.D. Young, *Some Reflections...*, op. cit., s. 6.

²⁰¹ A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, op. cit., s. 106.

²⁰² P. Szczepankowski, op. cit., s. 148.

²⁰³ M. Wieczorek-Kosmala, *Ekonomiczna wartość dodana*, op. cit., s. 18.

a pośrednio jego właścicieli. Powinny więc przynosić odpowiednią stopę zwrotu, zbieżną z kosztem alternatywnym wykorzystania kapitału. W efekcie dominiuje pogląd, że rozliczenia międzyokresowe kosztów, rezerwy na zobowiązania i fundusze specjalne należy zaliczać do ekwiwalentów kapitału własnego²⁰⁴. Jednak zdarzają się też stanowiska, zgodnie z którymi rozliczenia międzyokresowe kosztów powinny być traktowane jako nieoprocenowany kapitał obcy i wyłączane z wartości zaangażowanego kapitału²⁰⁵. Dla celów opracowanej metody przyjęto bardziej rozpowszechnione podejście, zgodnie z którym rozliczenia międzyokresowe kosztów, rezerwy na zobowiązania i fundusze specjalne są ekwiwalentami kapitału własnego.

W przypadku ustalania wartości zaangażowanego kapitału metodą operacyjną proponowana jest korekta polegająca na wyłączeniu z kapitału wartości tzw. nieoperacyjnych aktywów (trwałych lub obrotowych). Korekta jest przedmiotem kontrowersji w literaturze, gdyż celem *EVA* jest ustalenie, czy przychody pomniejszone o koszty starczą na pokrycie kosztów kapitału i nie ma znaczenia, przez jakie aktywa został wygenerowany ten wynik²⁰⁶. Przy tego typu korektach należy jednak pamiętać o symetrycznym wyłączeniu z *NOPAT* przychodów i kosztów związanych z tymi aktywami²⁰⁷ dla zapewnienia porównywalności obu kategorii: zysku operacyjnego oraz kosztu kapitału. Ten zabieg jest nazywany testem zgodności²⁰⁸.

Podsumowując powyższe rozważania, warto nadmienić, że w literaturze można spotkać się ze stanowiskiem, że różnica między *EVA* a zyskiem rezydualnym (rozumianym jako księgowy zysk netto pomniejszony o koszt kapitału własnego) jest relatywnie niewielka. Powyższe oznacza, że średnio rzecz biorąc sumaryczny efekt korekt księgowych zaproponowanych przez twórców *EVA* jest mały,²⁰⁹ szczególnie przy przyjęciu dłuższej perspektywy²¹⁰. W związku z powyższym w proponowanej metodzie, która z założenia ma obejmować perspektywę długoterminową, wpływ tych korekt byłby jeszcze mniejszy, ponieważ większość wartości korekt do *NOPAT* zostałaby skompensowana wartością korekt do zaangażowanego kapitału i w ΔEVA odzwierciedliłaby się wyłącznie ich mała część (w większości przypadków odpowiadająca różnicy w efektywnej stawce podatkowej w strefie i poza strefą). W konsekwencji liczba korekt w opracowanej metodzie została ograniczona do korekt mających uzasadnienie dla podmiotów strefowych.

²⁰⁴ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, op. cit., s. 151; B. Bartoszewicz, K. Pniewski, op. cit., s. 76; T. Dudycz, op. cit., s. 157.

²⁰⁵ E. Mäkeläinen, N. Roztock, op. cit.

²⁰⁶ M. Wieczorek-Kosmala, *Ekonomiczna wartość dodana*, op. cit., s. 20.

²⁰⁷ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, op. cit., s. 152.

²⁰⁸ A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, op. cit., s. 107.

²⁰⁹ G.C. Biddle, R.M. Bowen, J.S. Wallace, *Evidence on EVA*, op. cit., s. 72.

²¹⁰ S.D. Young, *Some Reflections...*, op. cit., s. 9-11.

4. Wykorzystanie metody szacowania wartości pomocy publicznej w specjalnych strefach ekonomicznych – studia przypadków

4.1. Przyjęte założenia metody szacowania wartości publicznej w studiach przypadków

Poprawność zaproponowanej metody szacowania wartości pomocy publicznej w formie zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych w specjalnej strefie ekonomicznej została poddana walidacji na podstawie studiów przypadków. W tym celu wyselekcjonowano cztery spółki działające w Katowickiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej. Dla zapewnienia reprezentatywności wybrano spółki różniące się pod względem:

- wielkości,
- branży,
- okresu funkcjonowania w strefie,
- liczby posiadanych zezwoleń na prowadzenie działalności na terenie strefy.

Powyższe atrybuty wpływają na:

- stosunkową wartość uzyskanego zwolnienia podatkowego w porównaniu do wartości inwestycji zależną od wielkości podmiotu, która determinuje intensywność pomocy regionalnej,
- możliwości wykorzystania zwolnienia zależne zarówno od rentowności działalności (innej w każdej branży), jak i od długości okresu korzystania ze zwolnienia,
- sposób rozliczeń zależny od momentu uzyskania, jak i liczby posiadanych zezwoleń.

Z uwagi na specyfikę korzystania ze zwolnienia podatkowego, gdzie co do zasady pierwsze korzyści zaczynają pojawiać się po zakończeniu procesu inwestycyjnego, do badania przyjęto podmioty o stosunkowo długim okresie działalności w strefie, wynoszącym minimum pięć lat. Tabela 5 przedstawia rozkład powyższych cech w wyselekcjonowanych spółkach.

Tabela 5. Charakterystyka spółek wyselekcjonowanych do studiów przypadków

Charakterystyka spółek	Studium przypadku 1	Studium przypadku 2	Studium przypadku 3	Studium przypadku 4
Wielkość podmiotu	Duży	Duży	Duży	Średni
Branża	elektromaszynowa	motoryzacyjna	papiernicza	maszynowa
Liczba lat funkcjonowania w strefie	20 lat (2000-2019)	14 lat (2005-2018)	6 lat (2014-2019)	17 lat (1998-2014)
Liczba posiadanych zezwoleń	5	3	1	1

Źródło: Opracowanie własne.

Dla każdej z wybranych spółek przeprowadzono pogłębioną analizę finansową polegającą na wyliczeniu wartości EVA_{SEZ} , a następnie dokonano symulacji sytuacji finansowej podmiotu w warunkach prowadzenia działalności poza strefą, co pozwoliło na oszacowanie EVA_{nSEZ} w każdym roku prowadzenia działalności w strefie. W tym celu zastosowano następujący zestaw korekt strefowych w rozliczeniach spółek, aby móc oszacować wartość EVA_{nSEZ} :

- wyłączenie kosztu opłaty administracyjnej,
- zastosowanie jednolitej stawki podatku dochodowego od osób prawnych obowiązującej w danym roku podatkowym do całości dochodu podmiotu,
- rozliczenie strat z lat poprzednich, jakie zostałyby wygenerowane przez całkowitą działalność podmiotu (jeśli powstały w analizowanym okresie),
- ustalenie efektywnej stawki podatkowej i zastosowanie do kosztów finansowania dłużnego w celu ustalenia wartości tarczy podatkowej odsetkowej,
- oszacowanie przy zastosowaniu modelu CAPM kosztu kapitału własnego,
- na podstawie oszacowanego kosztu kapitału własnego oraz odpowiednio ustalonego kosztu kapitału obcego wyliczono wartość $WACC_{SEZ}$ i $WACC_{nSEZ}$, które zostały wykorzystane jako odpowiednik stopy dyskontowej do wyliczenia całkowitej wartości zwolnienia w całym okresie poddanym badaniu.

Warto zauważyć, że w zaproponowanej metodzie jednym ze zidentyfikowanych czynników mających wpływ na różnicę między EVA_{SEZ} i EVA_{nSEZ} jest spadek poziomu kapitału własnego w kolejnym okresie z uwagi na mniejszą wartość zysku zatrzymanego w przypadku EVA_{nSEZ} (wynikającą z większej wartości zobowiązania z tytułu podatku dochodowego od osób prawnych). Jednak z uwagi na brak możliwości dokonania symulacji zmian w skali działalności danego podmiotu w przypadku, gdyby dysponował on mniejszym kapitałem własnym, we wszystkich analizowanych studiach przypadków przyjęto założenie, że różnica wartości kapitału własnego jest dopłacana przez właścicieli, w efekcie czego wartość kapitału własnego jest taka sama zarówno przy szacowaniu EVA_{SEZ} , jak i EVA_{nSEZ} . W rzeczywistości – jeżeli dany podmiot jest w stanie oszacować wpływ spadku kapitału własnego na zmniejszenie skali działalności – możliwe jest uwzględnienie dodatkowo tego czynnika w analizie. Alternatywnym rozwiązaniem może być przyjęcie założenia, że niedobór kapitału własnego jest uzupełniany kapitałem obcym, dzięki czemu możliwe będzie

utrzymanie w wyliczeniach EVA_{nSEZ} pierwotnej skali działalności podmiotu bez konieczności dokonywania w tym zakresie korekt, ale z odpowiednią zmianą w zakresie struktury kapitału i jej wpływu na średni ważony koszt kapitału. Dla celów przedmiotowych studiów przypadków założenie uzupełniania kapitału własnego kapitałem obcym mogłoby zniekształcić wyniki poprzez znaczące zwiększenie efektu tarczy podatkowej odsetkowej. W rezultacie przyjęto założenie o utrzymaniu pierwotnej struktury kapitału również przy symulacji wartości miernika EVA_{nSEZ} . Dzięki takiemu podejściu możliwe jest zrealizowanie założeń co do utrzymania tego samego poziomu ryzyka operacyjnego (w związku z analogiczną skalą działalności), jak i tego samego poziomu ryzyka finansowego (w związku z analogiczną strukturą kapitału) dla EVA_{SEZ} i EVA_{nSEZ} .

Zastosowanie modelu CAPM do szacowania kosztu kapitału własnego wymagało zastosowania odpowiednich założeń, gdyż wszystkie wybrane spółki mają formę spółek z ograniczoną odpowiedzialnością. To oznacza, że ich akcje nie są przedmiotem obrotu publicznego i nie podlegają rynkowej wycenie. W efekcie oszacowanie wartości współczynnika β wymaga przyjęcia dodatkowych założeń. W związku z powyższym w celu oszacowania współczynnika β do każdej z badanych spółek dopasowano podmiot notowany na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (dalej: GPW), który może zostać uznany za porównywalny pod względem branży, w której funkcjonuje, jak również skali działalności mierzonej poziomem kapitału zakładowego.

Dodatkowo warto zauważyć, że kalkulacja kosztu kapitału własnego za pomocą modelu CAPM w warunkach polskiego rynku kapitałowego wymaga uwzględnienia następującej charakterystyki:

- brak instrumentu wyceny porównywalnego z amerykańskimi 30-letnimi obligacjami rządowymi, których stopa zwrotu uwzględnia korektę zarówno o ryzyko, jak i o inflację,
- krótka historia rynku kapitałowego, co utrudnia dokonanie szacunków na podstawie danych historycznych (potrzebnych do kalkulacji współczynnika β , stopy zwrotu wolnej od ryzyka czy średniej rynkowej premii za ryzyko).

W związku z brakiem informacji dotyczących poziomu kosztu kapitału własnego szacowanego przez wybrane przedsiębiorstwa na własny użytek – w celu uniknięcia dyskrecjonalnego ustalania tego kosztu – w poniższych studiach przypadku zastosowano pewne uproszczenia (natomiast w rzeczywistości przedsiębiorcy korzystający z proponowanej metody będą mogli stosować w wyliczeniach koszt kapitału własnego ustalony dla celów wewnętrznych i według własnych procedur). Ponieważ koszt kapitału własnego w całej pracy ma jedynie pomocnicze znaczenie, dla celów przeprowadzenia badań empirycznych zastosowano następujące podejście: najpierw oszacowano stopę wolną od ryzyka, następnie oszacowano wartość premii za ryzyko, a na koniec dokonano oszacowania wartości współczynnika β .

Jako stopę wolną od ryzyka (r_f) wykorzystywaną w pierwszej części modelu CAPM (tj. pierwszy składnik sumy) z uwagi na dostępność danych dla całego okresu objętego analizą we wszystkich przypadkach (tj. od 1998 r.) przyjęto średnią roczną rentowność dłużnych papierów skarbowych o zapadalności 1 rok²¹¹. Dla przeważającej części analizowanego okresu rentowność ta została wyznaczona na podstawie miesięcznych notowań jednorocznych obligacji skarbowych²¹². Natomiast dla okresów, w których brak jest notowań tych papierów (tj. od stycznia 1998 r. do stycznia 1999 r. i od stycznia 2000 r. do lutego 2002 r.), przyjęto rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych ustaloną jako średnia arytmetyczna ze średnich rentowności wyliczonych dla notowań bonów w poszczególnych miesiącach na podstawie dostępnych danych²¹³. Odpowiednie wyliczenia zostały zaprezentowane w Załączniku 1, natomiast wartości ustalone dla poszczególnych okresów przedstawia tabela 6.

Tabela 6. Oszacowane wartości stopy wolnej od ryzyka (r_f) w latach 1998-2020

Rok	Średnia roczna
1998	18,68%
1999	13,25%
2000	17,65%
2001	14,59%
2002	8,13%
2003	5,43%
2004	6,65%
2005	4,83%
2006	4,22%
2007	4,78%
2008	6,36%
2009	4,71%
2010	3,99%
2011	4,50%
2012	4,41%
2013	2,91%
2014	2,45%
2015	1,69%
2016	1,50%
2017	1,52%
2018	1,35%
2019	1,30%
2020	0,46%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych: <https://pl.investing.com/rates-bonds/poland-1-year-bond-yield-historical-data> (dostęp: 12.01.2023); <https://www.money.pl/pieniadze/bony/archiwum/1921-01-03,2021-01-03,52,strona,1.html> (dostęp: 12.01.2023).

²¹¹ Przy szacowaniu wartości stopy wolnej od ryzyka, z uwagi na uproszczone podejście, świadomie pominięto fakt, że polskie skarbowe papiery wartościowe nie są uznawane za całkowicie wolne od ryzyka i według podejścia różnicującego poziom stopy wolnej od ryzyka w zależności od poziomu ryzyka niewypłacalności danego państwa-emitenta należałoby ich rentowność pomniejszyć o *spread* ryzyka kredytowego dla Polski.

²¹² <https://pl.investing.com/rates-bonds/poland-1-year-bond-yield-historical-data> (dostęp: 12.01.2023).

²¹³ <https://www.money.pl/pieniadze/bony/archiwum/1921-01-03,2021-01-03,52,strona,1.html> (dostęp: 12.01.2023).

W kolejnym kroku ustalono poziom premii za ryzyko ($r_m - r_f$) w jednolity sposób dla wszystkich badanych przypadków. Wyliczono go jako różnicę między średnią rentownością ustaloną na podstawie miesięcznych notowań indeksu Warszawskiego Indeksu Giełdowego (dalej: WIG) – wynoszącą 7,72% *per annum* (odpowiednie wyliczenia w Załączniku 2) – oraz roczną średnią z miesięcznej stopy rentowności na podstawie notowań 10-letnich obligacji skarbowych (wynoszącą 5,33% *per annum* – odpowiednie wyliczenia w Załączniku 3). Ponieważ 10-letnie obligacje skarbowe są notowane dopiero od maja 1999 r., z uwagi na ograniczoną dostępność i dla zapewnienia spójności czasowej danych, do wyliczenia obu powyższych wartości przyjęto dane z okresu od stycznia 2000 r. do grudnia 2020 r. Uznano bowiem, że 10-letnie obligacje skarbowe lepiej odzwierciedlają poziom stopy wolnej od ryzyka w dłuższym okresie niż skarbowe papiery dłużne o krótszym okresie zapadalności. Tak oszacowana premia za ryzyko wyniosła 2,39% i jest stała dla wszystkich przypadków w całym okresie analizy.

Na koniec w celu oszacowania współczynnika β – jak wspomniano powyżej – do każdej z badanych spółek dopasowano podmiot notowany na GPW, który może zostać uznany za porównywalny pod względem branży, w której funkcjonuje, jak również skali działalności mierzonej poziomem kapitału zakładowego. Podmiot ten w dalszej części pracy nazwano podmiotem referencyjnym.

Przy wyliczaniu współczynnika β zastosowano uproszczone podejście pomijające zalecenia dotyczące jego odlewarowania wynikające z równania Hamady²¹⁴ zmierzające do ustalenia wartości współczynnika β niezależnej od struktury kapitału i poziomu dźwigni finansowej danego podmiotu. W związku z powyższym współczynnik β wyliczono na podstawie danych o miesięcznych stopach zwrotu z akcji podmiotu referencyjnego w porównaniu do notowań WIG w okresie od początku roku, w którym wydano zezwolenie dla danej spółki poddanej badaniu, do końca okresu analizy danego przypadku (za koniec okresu analizy danego przypadku przyjęto grudzień roku, w którym była składana deklaracja podatkowa, w której wykazano najpóźniej uzyskaną wartość zwolnienia uwzględnioną w analizie). Dla tego celu zastosowano wzór (25), przy czym za r_a przyjęto miesięczne stopy zwrotu z akcji spółki referencyjnej, a za r_m – miesięczne stopy zwrotu z indeksu WIG.

Po oszacowaniu kosztu kapitału własnego według powyższych założeń dla celów wyliczenia WACC niezbędne było ustalenie kosztu kapitału dłużnego w podziale na długoterminowy i krótkoterminowy. Za koszt kapitału obcego przyjęto średnie oprocentowanie kredytów złotych przedsiębiorstw sektora niefinansowego ustalone według danych publikowanych przez Narodowy Bank

²¹⁴ R.S. Hamada, *The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks*, „The Journal of Finance” 1972, Vol. 27, s. 439.

Polski²¹⁵. Dla długu krótkoterminowego jest to średnie oprocentowanie kredytów złotych o terminie zapadalności 1 rok. Natomiast dla długu długoterminowego – z uwagi na zmianę formatu publikacji danych – do końca 2003 r. przyjęto średnie oprocentowanie kredytów złotych o terminie zapadalności 3 lata, a od stycznia 2004 r. – o terminie zapadalności 1-5 lat. Powyższe dane są publikowane dla okresów miesięcznych, średni poziom w danym roku wyliczono jako średnią arytmetyczną ze średniego oprocentowania w poszczególnych miesiącach danego roku. Odpowiednie wyliczenia zostały zaprezentowane w Załączniku 4, a w tabeli 7 przedstawiono uzyskane wyniki.

Tabela 7. Oszacowany koszt kapitału dłużnego w podziale na długoterminowy i krótkoterminowy na podstawie średniego oprocentowania kredytów złotych przedsiębiorstw niefinansowych w latach 1998-2020

Rok	Koszt kapitału dłużnego	
	krótkoterminowego	długoterminowego
1998	24,48%	24,78%
1999	16,94%	17,27%
2000	20,00%	20,06%
2001	18,36%	18,54%
2002	11,92%	12,64%
2003	7,30%	7,86%
2004	7,44%	7,43%
2005	7,06%	7,15%
2006	5,91%	5,98%
2007	6,06%	6,15%
2008	7,50%	7,52%
2009	6,52%	6,31%
2010	6,18%	6,57%
2011	6,17%	6,97%
2012	6,36%	7,21%
2013	5,03%	5,50%
2014	3,24%	3,78%
2015	3,20%	3,79%
2016	3,16%	3,65%
2017	3,30%	3,80%
2018	3,34%	3,82%
2019	3,23%	3,80%
2020	2,18%	2,95%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych: <https://nbp.pl/statystyka-i-sprawozdawczosc/statystyka-monetarna-i-finansowa/statystyka-stop-procentowych/> (dostęp: 14.01.2023).

Szacowanie kosztu kapitału w każdym z przeprowadzonych studiów przypadków objęło okres o rok dłuższy niż ostatni rok objęty badaniem z wykorzystaniem zwolnienia podatkowego dla danej spółki. Powyższe podejście wynika

²¹⁵ <https://nbp.pl/statystyka-i-sprawozdawczosc/statystyka-monetarna-i-finansowa/statystyka-stop-procentowych/> (dostęp: 14.01.2023).

ze sposobu rozliczania zwolnienia strefowego – jest ono raportowane w rocznej deklaracji o wysokości dochodu podlegającego podatkowi dochodowemu, składanej w przypadku podatku CIT co do zasady do końca marca roku kolejnego. Z tego tytułu w celu zdyskontowania uzyskanych wartości dla danego roku należy je przypisać do marca roku kolejnego i dokonać zdyskontowania z wykorzystaniem stóp dyskontowych obowiązujących pomiędzy tym marcem a datą uzyskania zezwolenia przez daną spółkę.

4.2. Analiza struktury i dynamiki wartości pomocy publicznej spółki z branży elektromaszynowej (studium przypadku 1)

Spółka z branży elektromaszynowej (dalej: Spółka 1) działa w Katowickiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej od 2000 r. na podstawie zezwolenia wydanego w grudniu 2000 r. W ramach otrzymanego pierwszego zezwolenia Spółka 1 utworzyła nowy zakład produkcyjny (inwestycja typu greenfield). W kolejnych latach Spółka 1 w toku swojego rozwoju realizowała dalsze inwestycje, na które otrzymywała kolejne zezwolenia. Listę posiadanych przez Spółkę 1 zezwoleń prezentuje tabela 8.

Tabela 8. Zezwolenia posiadane przez Spółkę 1 wraz z kluczowymi warunkami

Zezwolenia	Miesiąc wydania	Przysługująca intensywność pomocy	Wartość kosztów kwalifikowanych	
			Min	Max
Zezwolenie nr 1	12.2000	50%	14,30 mln zł	–
Zezwolenie nr 2	05.2007	40%	24,80 mln zł	–
Zezwolenie nr 3	03.2011	40%	26,00 mln zł	32,00 mln zł
Zezwolenie nr 4	01.2016	25%	27,75 mln zł	34,00 mln zł
Zezwolenie nr 5	05.2017	25%	132,00 mln zł	165,00 mln zł

Źródło: Opracowanie własne.

Spółka 1 należy do międzynarodowego koncernu z kapitałem włoskim. Specjalizuje się w produkcji wentylatorów i dmuchaw przemysłowych. W 2019 r. Spółka 1 prowadziła działalność strefową dwudziesty rok. W tym okresie Spółka 1 miała już wykorzystaną w całości pulę zwolnienia podatkowego przysługującego jej na podstawie zezwoleń nr 1, 2, 3 oraz 4 i wykorzystywała pulę zwolnienia z ostatniego z posiadanych zezwoleń (nr 5). Spółka ta została zatem wybrana do niniejszego badania jako podmiot o bardzo długiej historii korzystania ze zwolnienia podatkowego w strefie. Spółka 1 korzystała ze zwolnienia na podstawie pięciu zezwoleń uprawniających do trzech różnych wartości intensywności zwolnienia. Praktycznie w całym okresie działalności w strefie (z wyłączeniem pierwszego roku) Spółka 1 odnotowywała zysk, dzięki czemu wykorzystywała znaczące wartości zwolnienia podatkowego.

Na koniec 2019 r. (tj. na koniec okresu objętego badaniem) Spółka 1 zatrudniała 550 pracowników. Podstawowe dane finansowe Spółki 1 za ostatni rok objęty badaniem przedstawia tabela 9.

Tabela 9. Podstawowe dane finansowe Spółki 1 za ostatni rok objęty badaniem (2019 r.)

Dane finansowe Spółki 1	2019
Przychody netto ze sprzedaży (mln zł)	279,24
Zysk (strata) netto (mln zł)	40,99
EBIT (mln zł)	40,65
Marża EBIT (%)	14,60
EBITDA (mln zł)	51,11
Marża EBITDA (%)	18,30
Aktywa ogółem (mln zł)	326,40
Aktywa obrotowe (mln zł)	117,87
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania ogółem (mln zł)	85,23
Kapitał własny (mln zł)	241,16
Przepływy pieniężne netto (mln zł)	-4,14

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z bazy EMIS: <https://www.emis.com/> (dostęp: 8.02.2022).

Na podstawie otrzymanych od Spółki 1 danych przeprowadzono symulację zastosowania opracowanej metody szacowania ekonomicznej wartości zwolnienia w strefie. W tym celu zastosowano standardowy zestaw korekt opisany w podrozdziale 4.1, aby móc oszacować wartość EVA_{nSEZ} dla Spółki 1.

W zakresie szacowania kosztu kapitału własnego jako podmiot referencyjny dla Spółki 1 została wybrana spółka Relpol S.A., której akcje są notowane na GPW od 1 lutego 1996 r., działająca w pokrewnej branży. Relpol S.A. jest producentem przekładników stosowanych w obszarach: automatyki przemysłowej i energetycznej, energoelektroniki, elektroniki przemysłowej i użytkowej, telekomunikacji, AGD i innych²¹⁶. Następnie dokonano porównania wielkości kapitału podstawowego obu podmiotów (Spółki 1 oraz Relpol S.A.) na podstawie danych dostępnych w Krajowym Rejestrze Sądowym²¹⁷. Wyniki tego porównania prezentuje tabela 10.

Tabela 10. Wielkość kapitału podstawowego Spółki 1 oraz Relpol S.A. w okresie objętym badaniem

Okres	Wartość kapitału podstawowego Spółki 1	Wartość kapitału podstawowego Relpol S.A.
Od 08.03.2002	16 000 000,00 zł	5 502 500,00 zł
Od 09.04.2002		4 883 330,00 zł
Od 21.01.2003		4 275 525,00 zł
Od 20.07.2006		4 368 815,00 zł
Od 04.09.2006		4 367 815,00 zł
Od 28.02.2008		48 045 965,00 zł

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych dostępnych w Krajowym Rejestrze Sądowym, <https://ekrs.ms.gov.pl/web/wyszukiwarka-krs/strona-glowna/> (dostęp: 8.02.2022).

²¹⁶ <https://www.gpw.pl/spolka?isin=PLRELPL00014> (dostęp: 8.02.2022).

²¹⁷ <https://ekrs.ms.gov.pl/web/wyszukiwarka-krs/strona-glowna/> (dostęp: 8.02.2022).

W efekcie powyższego porównania stwierdzono, że Relpol S.A. może zostać przyjęta jako spółka referencyjna dla Spółki 1 z uwagi na działalność w pokrewnej branży oraz niezbyt rozbieżną skalę działalności ustaloną na podstawie wielkości kapitału własnego.

W konsekwencji na podstawie notowań akcji Relpol S.A. w okresie działalności Spółki 1 w strefie (tj. 2000-2020) wyliczono wartość współczynnika β pomiędzy notowaniami Relpol i WIG. Wyliczony na tej podstawie współczynnik β wyniósł 0,82. Następnie przy wykorzystaniu modelu CAPM oraz opisanych w podrozdziale 4.1 założeń oszacowano wartość kosztu kapitału własnego w ujęciu rocznym, co zostało zaprezentowane w tabeli 11.

Tabela 11. Wyliczenie wartości kosztu kapitału własnego w ujęciu rocznym dla Spółki 1 na podstawie danych Relpol S.A. w latach 2000-2020

Rok	Stopa wolna od ryzyka	Premia za ryzyko	Koszt kapitału własnego
	r_f	$(r_m - r_f)$	$k_E = r_f + (r_m - r_f)\beta$
2000	17,65%	2,39%	19,61%
2001	14,59%	2,39%	16,54%
2002	8,13%	2,39%	10,09%
2003	5,43%	2,39%	7,39%
2004	6,65%	2,39%	8,61%
2005	4,83%	2,39%	6,78%
2006	4,22%	2,39%	6,18%
2007	4,78%	2,39%	6,74%
2008	6,36%	2,39%	8,32%
2009	4,71%	2,39%	6,67%
2010	3,99%	2,39%	5,95%
2011	4,50%	2,39%	6,45%
2012	4,41%	2,39%	6,37%
2013	2,91%	2,39%	4,87%
2014	2,45%	2,39%	4,41%
2015	1,69%	2,39%	3,64%
2016	1,50%	2,39%	3,46%
2017	1,52%	2,39%	3,48%
2018	1,35%	2,39%	3,30%
2019	1,30%	2,39%	3,26%
2020	0,46%	2,39%	2,42%

Źródło: Obliczenia własne.

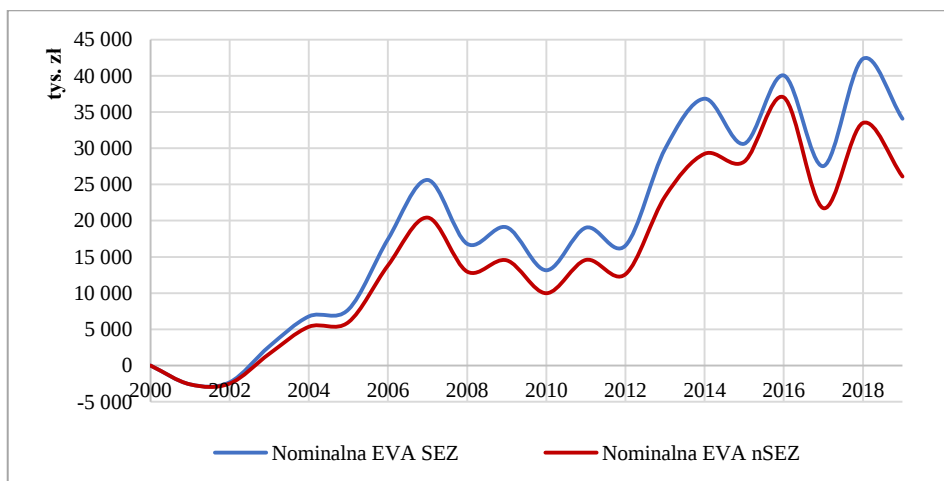
Następnie w wyniku dokonania opisanych powyżej korekt ustalono wartość EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} dla Spółki 1 w poszczególnych latach okresu objętego analizą. W kolejnym kroku wyliczono wartość wskaźnika $PANV$, tj. różnicę między EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} , a otrzymane wyniki porównano z wartością EDB ustaloną dla poszczególnych lat. Uzyskane wyniki zaprezentowano w tabeli 12.

Tabela 12. EVA_{SEZ} i EVA_{nSEZ} oraz wartość wskaźnika $PANV$ i EDB dla Spółki 1 w latach 2000-2019 w ujęciu nominalnym (zł)

Rok	EVA_{SEZ}		EVA_{nSEZ}		EDB – wartość pomocy zgodnie z przepisami	$PANV =$ ΔEVA ($EVA_{SEZ} -$ EVA_{nSEZ})	Różnica między EDB a $PANV$
	rocznie	kumulatorywnie	rocznie	kumulatorywnie			
2000	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2001	-2 597 129,87	-2 597 129,87	-2 597 129,87	-2 597 129,87	0,00	0,00	0,00
2002	-2 308 098,18	-4 905 228,05	-2 484 199,02	-5 081 328,89	243 915,00	176 100,84	67 814,16
2003	2 647 656,46	-2 257 571,58	1 616 228,11	-3 465 100,78	1 058 172,00	1 031 428,35	26 743,65
2004	6 783 721,25	4 526 149,66	5 349 936,67	1 884 835,89	1 462 023,00	1 433 784,57	28 238,43
2005	7 738 374,02	12 264 523,68	5 983 575,10	7 868 410,99	1 819 012,00	1 754 798,92	64 213,08
2006	17 453 097,29	29 717 620,97	13 820 375,67	21 688 786,66	3 675 492,00	3 632 721,62	42 770,38
2007	25 624 621,25	55 342 242,22	20 428 703,58	42 117 490,24	5 256 096,00	5 195 917,68	60 178,32
2008	16 806 889,86	72 149 132,08	12 968 058,75	55 085 548,98	3 911 218,00	3 838 831,11	72 386,89
2009	19 078 690,54	91 227 822,62	14 522 878,76	69 608 427,75	4 637 185,00	4 555 811,77	81 373,23
2010	13 153 179,24	104 381 001,86	9 983 301,24	79 591 728,99	3 272 938,00	3 169 878,00	103 060,00
2011	19 033 596,49	123 414 598,35	14 584 242,05	94 175 971,04	4 569 701,00	4 449 354,44	120 346,56
2012	16 559 017,73	139 973 616,08	12 606 604,45	106 782 575,49	4 084 263,00	3 952 413,28	131 849,72
2013	29 904 660,35	169 878 276,43	23 336 148,51	130 118 724,00	6 710 494,00	6 568 511,84	141 982,16
2014	36 841 280,03	206 719 556,46	29 233 817,75	159 352 541,75	7 750 723,00	7 607 462,28	143 260,72
2015	30 618 180,67	237 337 737,13	28 150 142,39	187 502 684,14	2 611 298,00	2 468 038,28	143 259,72
2016	40 047 248,88	277 384 986,01	37 018 983,79	224 521 667,93	3 195 080,00	3 028 265,09	166 814,91
2017	27 530 568,15	304 915 554,15	21 725 632,98	246 247 300,91	5 968 045,00	5 804 935,17	163 109,83
2018	42 349 221,06	347 264 775,22	33 489 409,38	279 736 710,29	9 058 401,00	8 859 811,68	198 589,32
2019	34 071 038,93	381 335 814,15	26 093 999,69	305 830 709,98	8 162 738,00	7 977 039,24	185 698,76
SUMA	381 335 814,15	–	305 830 709,98	–	77 446 794,00	75 505 104,17	1 941 689,83

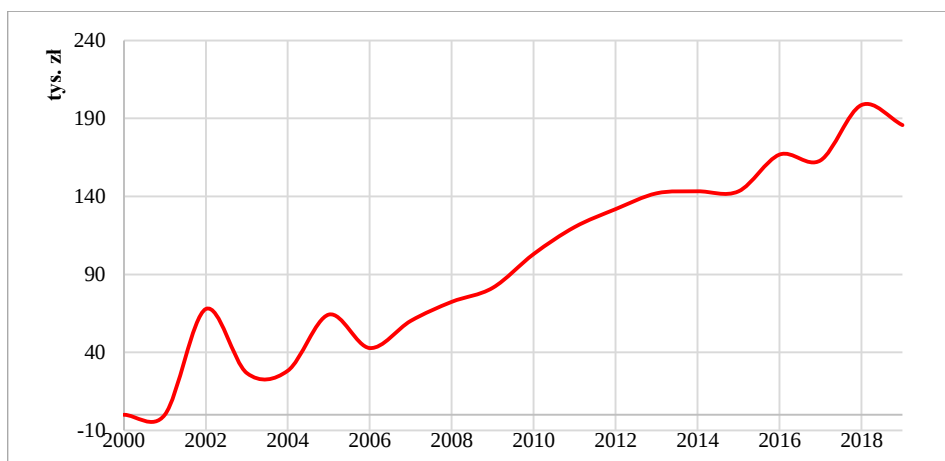
Źródło: Obliczenia własne.

Powyższe wyniki zostały zilustrowane na wykresach 2 i 3.



Wykres 2. Wartość EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} dla Spółki 1 w latach 2000-2019 w ujęciu nominalnym

Źródło: Opracowanie własne.



Wykres 3. Różnica między wartością *EDB* a wartością wskaźnika *PANV* dla Spółki 1 w latach 2000-2019 w ujęciu nominalnym

Źródło: Opracowanie własne.

Na wykresie 3 jednoznacznie widać wzrost różnicy między *EDB* a *PANV*, co należy zinterpretować w ten sposób, że co do zasady im Spółka 1 dłużej funkcjonuje w ramach strefy, tym raportuje bardziej zawyżoną wartość swojej korzyści w postaci zwolnienia z podatku dochodowego w stosunku do rzeczywistej korzyści finansowej.

Na kolejnym etapie przeanalizowano czynniki składające się na wartość *PANV* w poszczególnych latach, wśród których należy wyróżnić następujące elementy:

- 1) wartość tarczy podatkowej pozaodsetkowej (wynikającej z 0% stawki opodatkowania dla dochodu z działalności strefowej zwolnionej),
- 2) wartość kosztów indukowanych,
- 3) wartość tarczy podatkowej odsetkowej.

Warto zauważyć, że pierwszy z wymienionych elementów zwiększa wartość wskaźnika *PANV*, podczas gdy pozostałe czynniki co do zasady mają działanie odwrotne – zmniejszają wartość korzyści strefowej. Rozkład wartości tych elementów (zwanych również czynnikami wzrostu wartości przedsiębiorstwa) w poszczególnych latach dla Spółki 1 przedstawia tabela 13.

W tabeli 13 widoczny jest opisany w podrozdziale 3.3 efekt „wypierania” tarczy odsetkowej przez tarcze pozaodsetkowe, w tym przypadku przede wszystkim przez tarczę podatkową wynikającą z zastosowania zwolnienia podatkowego w strefie. Taka sytuacja widoczna jest we wszystkich latach działalności Spółki 1 w strefie z wyłączeniem dwóch pierwszych okresów rozliczeniowych. W każdym bowiem z kolejnych okresów wartość tarczy podatkowej odsetkowej jest mniejsza w przypadku działalności w strefie niż w scenariuszu prowadzenia tej działalności poza strefą.

Tabela 13. Wartość czynników wzrostu wartości przedsiębiorstwa dla Spółki 1 w latach 2000-2019 (zł)

Rok	ΔEVA ($EVA_{SEZ} - EVA_{nSEZ}$)	Czynniki wzrostu wartości przedsiębiorstwa, gdy SEZ		
		Sumaryczny przyrost tarczy podatkowej pozaodsetkowej*	Koszty indukowane	Przyrost tarczy podatkowej odsetkowej
2000	0,00	0,00	0,00	0,00
2001	0,00	0,00	0,00	0,00
2002	176 100,84	362 325,80	-17 688,16	-168 536,80
2003	1 031 428,35	1 208 617,05	-49 566,65	-127 622,05
2004	1 433 784,57	1 582 441,14	-60 561,43	-88 095,14
2005	1 754 798,92	1 884 233,65	-62 681,08	-66 753,65
2006	3 632 721,62	3 804 212,90	-63 997,38	-107 493,90
2007	5 195 917,68	5 377 040,46	-82 592,32	-98 530,46
2008	3 838 831,11	3 994 682,82	-96 412,89	-59 438,82
2009	4 555 811,77	4 683 695,60	-100 462,23	-27 421,60
2010	3 169 878,00	3 302 362,69	-114 723,00	-17 761,69
2011	4 449 354,44	4 643 814,96	-154 832,56	-39 627,96
2012	3 952 413,28	4 185 080,76	-169 033,72	-63 633,76
2013	6 568 511,84	6 792 797,43	-175 288,16	-48 997,43
2014	7 607 462,28	7 870 122,64	-176 865,72	-85 794,64
2015	2 468 038,28	2 668 046,25	-176 865,72	-23 142,25
2016	3 028 265,09	3 253 458,78	-205 944,91	-19 248,78
2017	5 804 935,17	6 045 075,48	-201 371,83	-38 768,48
2018	8 859 811,68	9 112 235,76	-225 647,32	-26 776,76
2019	7 977 039,24	8 233 880,54	-229 257,76	-27 583,54
SUMA	75 505 104,17	79 004 124,71	-2 363 792,83	-1 135 227,71

* m.in. z tytułu zwolnienia podatkowego strefowego, odliczenia strat z lat poprzednich itp.

Źródło: Obliczenia własne.

Wszystkie dotychczas prezentowane wyliczenia zostały dokonane na podstawie wartości nominalnych. Jednak z uwagi na długookresowy charakter działalności w strefie na kolejnym etapie przeprowadzono dyskontowanie uzyskanych korzyści w celu oceny całościowego efektu.

W związku z tym w dalszej kolejności oszacowano wartość średniego ważonego kosztu kapitału w poszczególnych latach zarówno jako $WACC_{SEZ}$, jak i $WACC_{nSEZ}$. Kalkulacji tej dokonano na podstawie danych ze sprawozdań finansowych Spółki 1 dotyczących następujących kategorii:

- salda kredytów i pożyczek długoterminowych na koniec okresu,
- salda kredytów i pożyczek krótkoterminowych na koniec okresu,
- salda kapitału własnego na koniec okresu

oraz opisanych w podrozdziale 4.1 założeń dla oszacowania kosztu kapitału własnego oraz dłużnego. Jak już opisano, dla kapitału własnego przyjęto wartość kosztu oszacowaną zgodnie z modelem CAPM na podstawie danych spółki referencyjnej Relpol S.A. przedstawioną w tabeli 11.

Oszacowanie średniego ważonego kosztu kapitału zostało przedstawione w tabeli 14.

Tabela 14. Oszacowanie średniego ważonego kosztu kapitału dla Spółki 1 w latach 2000-2020 (zł)

Rok	Suma długu i kapitału (stan na 31 grudnia danego roku)	Kalkulacja $WACC_{SEZ}$		Kalkulacja $WACC_{nSEZ}$		
		Suma kosztów nominalnych	$WACC_{SEZ}$	Stawka podatku (T)	Suma kosztów nominalnych netto ($1 - T$)	$WACC_{nSEZ}$
2000*	5 000,00					
2001	25 082 478,79	4 359 825,97	17,38%	28,00%	3 813 355,47	15,20%
2002	25 477 253,82	2 845 891,40	11,17%	28,00%	2 463 504,83	9,67%
2003	28 914 719,97	2 127 000,14	7,36%	27,00%	1 921 172,88	6,64%
2004	33 403 715,72	2 769 831,47	8,29%	19,00%	2 642 949,37	7,91%
2005	36 754 304,80	2 534 378,51	6,90%	19,00%	2 380 673,83	6,48%
2006	51 123 196,11	3 120 020,81	6,10%	19,00%	2 939 732,65	5,75%
2007	56 818 351,57	3 790 566,48	6,67%	19,00%	3 719 531,60	6,55%
2008	65 317 487,00	5 384 743,61	8,24%	19,00%	5 300 911,79	8,12%
2009	72 903 036,09	4 849 105,72	6,65%	19,00%	4 792 629,98	6,57%
2010	74 404 664,12	4 442 983,88	5,97%	19,00%	4 403 852,20	5,92%
2011	101 141 605,37	6 605 948,12	6,53%	19,00%	6 346 320,82	6,27%
2012	105 332 460,44	6 847 043,13	6,50%	19,00%	6 611 677,46	6,28%
2013	123 021 046,17	6 088 676,97	4,95%	19,00%	5 915 363,11	4,81%
2014	173 541 881,53	7 725 190,19	4,45%	19,00%	7 376 418,65	4,25%
2015	188 028 964,44	6 857 235,05	3,65%	19,00%	6 629 450,73	3,53%
2016	211 478 382,70	7 297 459,07	3,45%	19,00%	7 126 206,21	3,37%
2017	203 378 231,78	7 103 445,85	3,49%	19,00%	7 017 774,51	3,45%
2018	223 045 554,85	7 406 027,62	3,32%	19,00%	7 330 278,61	3,29%
2019	234 463 000,23	7 665 246,73	3,27%	19,00%	7 622 029,74	3,25%
2020	281 874 662,48	6 905 527,61	2,45%	19,00%	6 712 383,50	2,38%

* Z uwagi na działalność Spółki 1 jedynie przez kilka dni w 2000 r. przedstawiono jeden stan – na koniec roku.

Źródło: Obliczenia własne.

Tak oszacowany średni ważony koszt kapitału został wykorzystany do wyliczenia wartości NPV_{PANV} (tj. ΔMVA) według wzoru (30) zaprezentowanego w podrozdziale 3.2. Oznacza to, że w pierwszej kolejności wartości EVA_{SEZ} w poszczególnych latach zdyskontowano przy użyciu $WACC_{SEZ}$, natomiast wartości roczne EVA_{nSEZ} zdyskontowano przy użyciu $WACC_{nSEZ}$ i w ostatnim kroku wyliczono różnicę między obydwooma wartościami w poszczególnych latach. Zgodnie z odpowiednimi regułami dotyczącymi ustalenia momentu otrzymania pomocy publicznej, jak i dyskontowania odpowiednie wartości zostały przypisane do marca roku kolejnego. Następnie dokonano porównania różnic pomiędzy zdyskontowaną EVA_{SEZ} a zdyskontowaną EVA_{nSEZ} (tj. ΔEVA) ze zdyskontowaną wartością zwolnienia z podatku dochodowego ustaloną zgodnie z przepisami (tj. EDB) w poszczególnych latach. Podsumowanie otrzymanych wyników przedstawia tabela 15.

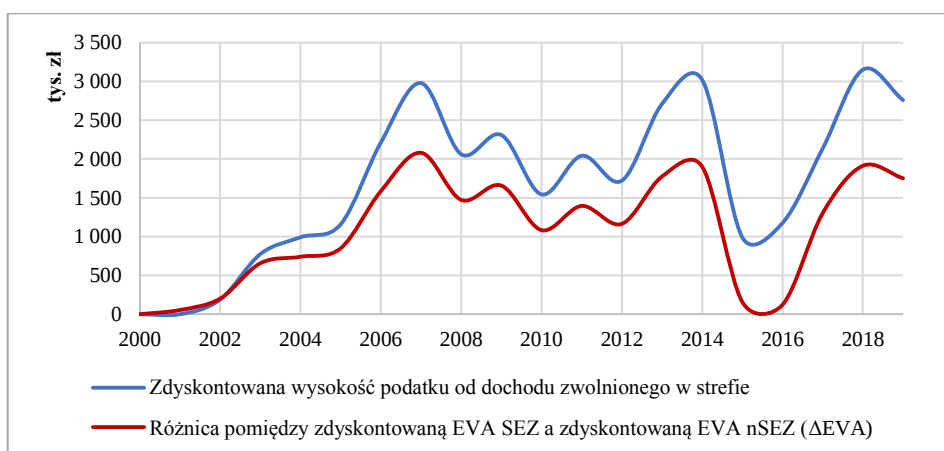
Tabela 15. Wartości zdyskontowane EVA_{SEZ} i EVA_{nSEZ} oraz wyliczenie wartości ΔEVA oraz wartości EDB dla Spółki 1 w latach 2000-2019 (zł)

Miesiąc	Zdyskontowana EVA_{SEZ}	Zdyskontowana EVA_{nSEZ}	Różnica pomiędzy zdyskontowaną EVA_{SEZ} a zdyskontowaną EVA_{nSEZ} (ΔEVA)	Nominalna wysokość podatku od dochodu zwolnionego w strefie*	Zdyskontowana wysokość podatku od dochodu zwolnionego w strefie
03-2001	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
03-2002	-2 125 564,86	-2 179 842,49	54 277,63	0,00	0,00
03-2003	-1 706 305,46	-1 907 895,89	201 590,43	243 915,00	188 584,01
03-2004	1 814 700,37	1 158 047,97	656 652,40	1 058 172,00	774 972,96
03-2005	4 295 663,21	3 555 264,70	740 398,51	1 462 023,00	991 327,53
03-2006	4 583 601,81	3 734 346,30	849 255,51	1 819 012,00	1 158 271,35
03-2007	9 713 554,72	8 128 309,42	1 585 245,30	3 675 492,00	2 212 017,78
03-2008	13 291 472,50	11 211 779,32	2 079 693,17	5 256 096,00	2 977 724,28
03-2009	8 061 962,25	6 589 391,82	1 472 570,43	3 911 218,00	2 061 099,18
03-2010	8 578 856,10	6 922 424,88	1 656 431,22	4 637 185,00	2 308 544,29
03-2011	5 564 647,18	4 481 810,39	1 082 836,79	3 272 938,00	1 543 411,67
03-2012	7 545 233,25	6 150 084,52	1 395 148,73	4 569 701,00	2 041 434,07
03-2013	6 176 006,57	5 011 791,83	1 164 214,74	4 084 263,00	1 720 585,74
03-2014	10 629 188,70	8 854 959,50	1 774 229,19	6 710 494,00	2 709 453,43
03-2015	12 550 753,39	10 651 239,72	1 899 513,67	7 750 723,00	3 018 891,54
03-2016	10 062 655,25	9 905 455,08	157 200,17	2 611 298,00	988 608,46
03-2017	12 714 396,37	12 592 640,30	121 756,07	3 195 080,00	1 175 908,58
03-2018	8 444 581,02	7 142 959,71	1 301 621,32	5 968 045,00	2 135 139,16
03-2019	12 567 916,29	10 656 103,83	1 911 812,46	9 058 401,00	3 149 642,47
03-2020	9 806 449,62	8 055 162,42	1 751 287,20	8 162 738,00	2 758 218,69
SUMA	142 569 768,28	120 714 033,34	21 855 734,94	77 446 794,00	33 913 835,21

* (roczny dochód zwolniony w strefie) x (stawka podatku).

Źródło: Obliczenia własne.

Wzajemne zależności pomiędzy zdyskontowaną wartością EDB oraz ΔEVA w poszczególnych latach ilustruje wykres 4.



Wykres 4. Wartość EDB oraz ΔEVA dla Spółki 1 w latach 2000-2019 w ujęciu zdyskontowanym

Źródło: Opracowanie własne.

Na podstawie wykresu 4 można stwierdzić, że w początkowych latach wartości obu mierników kształtowały się na podobnym poziomie. Zdarzyło się nawet, że *EDB* było niższe od ΔEVA , co można zaobserwować w 2001 r. Natomiast z biegiem czasu zdyskontowana wartość *EDB* zaczęła przewyższać wartość zdyskontowanej ΔEVA i ta zależność się utrzymuje do końca analizowanego okresu. Jednak dystans pomiędzy wartościami w poszczególnych latach ma rozkład raczej przypadkowy – nie wykazuje cech trendu.

Powyższe wyliczenia opierają się na pewnego rodzaju uproszczeniu, gdyż dyskontowania wszystkich wartości dokonano za cały okres funkcjonowania Spółki 1 w strefie, tj. od daty wydania Zezwolenia nr 1. Oddaje to pewnego rodzaju trend i odzwierciedla sumaryczne zmiany w wartości pieniądza w całym tym okresie. Jednak w celu ustalenia wartości benefitu w porównaniu do przysługującej puli zwolnienia podatkowego należałoby dokonać dyskontowania w podziale na poszczególne zezwolenia i wtedy porównywać tę wartość z pulą przysługującą dla danego zezwolenia. Wyniki takich przeliczeń zaprezentowano w tabeli 16.

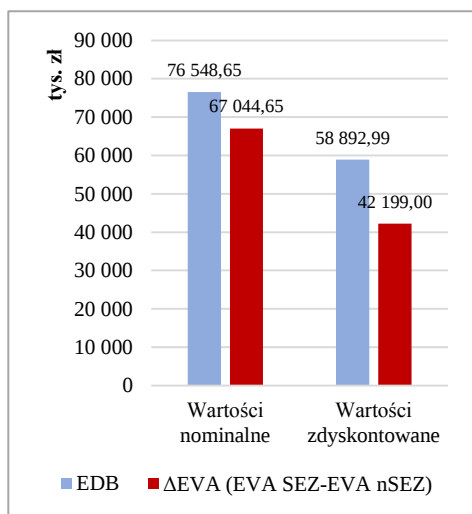
Tabela 16. Wartości zwolnienia podatkowego jako *EDB* i jako ΔEVA w wartościach nominalnych i zdyskontowanych w porównaniu do puli pomocy dla Spółki 1 w latach 2000-2019

Wartość zwolnienia podatkowego	Ustalona jako <i>EDB</i>	Ustalona jako ΔEVA ($EVA_{SEZ} - EVA_{nSEZ}$)
Wartość nominalna	76 548 648,66 zł	67 044 654,09 zł
Wartość zdyskontowana	58 892 990,47 zł	42 198 995,56 zł
Wartość puli zwolnienia podatkowego	Ustalona zgodnie z przepisami	Ustalona zgodnie z opracowaną metodą
Według wartości nominalnych	79 160 687,70 zł	79 160 687,70 zł
Według wartości zdyskontowanych	71 016 169,77 zł	69 903 421,33 zł
Udział wykorzystanego zwolnienia w całkowitej puli	Na podstawie danych ustalonych zgodnie z przepisami	Na podstawie danych ustalonych zgodnie z opracowaną metodą
Według wartości nominalnych	96,70%	84,69%
Według wartości zdyskontowanych	82,93%	60,37%

Źródło: Opracowanie własne.

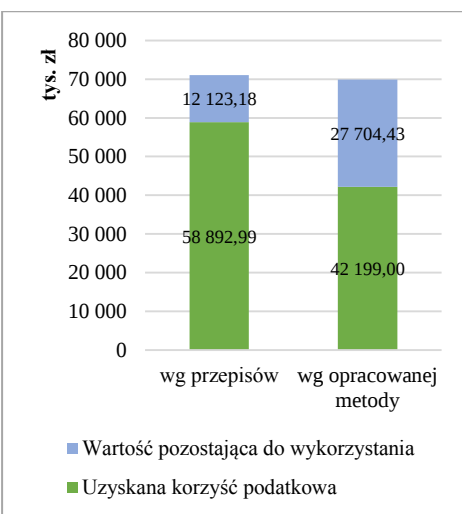
Na podstawie powyższych kalkulacji stwierdzono, że wartość zwolnienia podatkowego ustalonego zgodnie z opracowaną metodą jest znacząco niższa niż jego wartość ustalona na podstawie przepisów. Dodatkowo można zauważyć, że różnica w wynikach kalkulacji dokonanej zgodnie z przepisami i na podstawie opracowanej metody jest dużo większa na wartościach zdyskontowanych niż nominalnych.

Wzajemne proporcje pomiędzy wartością *EDB* i ΔEVA w wartościach nominalnych i zdyskontowanych przedstawiono na wykresie 5. Z kolei porównanie stosunkowej wartości zwolnienia podatkowego, tj. kalkulowanej w porównaniu do wartości poniesionych nakładów inwestycyjnych, zaprezentowano na wykresie 6.



Wykres 5. Sumaryczna wartość zwolnienia podatkowego (ustalona jako *EDB*) oraz sumaryczny przyrost wartości przedsiębiorstwa (ustalony jako ΔEVA) dla Spółki 1 w latach 2000-2019 w ujęciach nominalnym i zdyskontowanym

Źródło: Opracowanie własne.



Wykres 6. Wartość uzyskanego i pozostałego do wykorzystania zwolnienia podatkowego ustalonego według przepisów i według opracowanej metody dla Spółki 1 za lata 2000-2019 w ujęciu zdyskontowanym

Źródło: Opracowanie własne.

Zaprezentowane na wykresie 6 dane wskazują, że zdyskontowana wartość puli zwolnienia podatkowego ustalona na podstawie obowiązujących przepisów jest nieznacznie wyższa niż wartość tej puli zdyskontowanej przy użyciu stóp dyskontowych ustalonych w opracowanej metodzie ($WACC_{SEZ}$). Natomiast wartość uzyskanego zwolnienia podatkowego ustalona według opracowanej metody jest znacząco niższa niż wartość określana na podstawie przepisów. To z kolei oznacza, że w przypadku zastosowania metody szacowania ekonomicznej wartości zwolnienia w strefie stopień wykorzystania puli zwolnienia podatkowego byłby znacząco niższy (60,37%) niż ten ustalany na podstawie przepisów (82,93%).

4.3. Analiza struktury i dynamiki wartości pomocy publicznej spółki z branży motoryzacyjnej (studium przypadku 2)

Spółka z branży motoryzacyjnej (dalej: Spółka 2) działa w Katowickiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej od 2005 r. na podstawie zezwolenia wydanego w kwietniu 2005 r. W ramach otrzymanego pierwszego zezwolenia Spółka 2 utworzyła nowy zakład produkcji części samochodowych, który w kolejnych latach podlegał dalszemu rozwojowi. Na każdą ze swoich dalszych inwestycji

Spółka otrzymywała kolejne zezwolenia. Listę posiadanych przez Spółkę 2 zezwoleń prezentuje tabela 17.

Tabela 17. Zezwolenia posiadane przez Spółkę 2 wraz z kluczowymi warunkami

Zezwolenia	Miesiąc wydania	Przysługująca intensywność pomocy	Wartość kosztów kwalifikowanych	
			Min	Max
Zezwolenie nr 1	04.2005	50%	32,85 mln zł	–
Zezwolenie nr 2	05.2013	40%	30,09 mln zł	35,00 mln zł
Zezwolenie nr 3	11.2015	25%	64,88 mln zł	65,00 mln zł

Źródło: Opracowanie własne.

Spółka należy do międzynarodowego koncernu z kapitałem hiszpańskim współpracującego z większością producentów samochodów.

W 2019 r. Spółka 2 prowadziła działalność strefową piętnasty rok. W tym okresie Spółka 2 wykorzystwała w całości pulę zwolnienia podatkowego przysługującego jej na podstawie wszystkich trzech zezwoleń. Spółka ta została zatem wybrana do niniejszego badania jako podmiot o wystarczająco długiej historii korzystania ze zwolnienia podatkowego w strefie. Spółka korzystała ze zwolnienia na podstawie trzech zezwoleń uprawniających do różnej intensywności zwolnienia. Przebieg wykorzystania zwolnienia przez Spółkę 2 jest dość typowy dla większości podmiotów strefowych – w pierwszym okresie działalności w strefie Spółka 2 odnotowywała straty, w kolejnych latach raportowała dodatnie wyniki, a ich wartość co do zasady ulegała zwiększeniu z roku na rok.

Na koniec 2019 r. (tj. na koniec okresu objętego badaniem) Spółka 2 zatrudniała 718 pracowników. Podstawowe dane finansowe Spółki 2 za ostatni rok objęty badaniem przedstawia tabela 18.

Tabela 18. Podstawowe dane finansowe Spółki 2 za ostatni rok objęty badaniem (2019 r.)

Dane finansowe Spółki 2	2019
Przychody netto ze sprzedaży (mln zł)	778,72
Zysk (strata) netto (mln zł)	47,89
EBIT (mln zł)	66,68
Marża EBIT (%)	8,60
EBITDA (mln zł)	90,36
Marża EBITDA (%)	11,60
Aktywa ogółem (mln zł)	417,10
Aktywa obrotowe (mln zł)	246,26
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania ogółem (mln zł)	302,13
Kapitał własny (mln zł)	114,97
Przepływy pieniężne netto (mln zł)	–16,55

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z bazy EMIS: <https://www.emis.com/> (dostęp: 8.02.2022).

Na podstawie otrzymanych od Spółki 2 danych przeprowadzono symulację zastosowania opracowanej metody szacowania ekonomicznej wartości zwolnienia w strefie. W tym celu wykorzystano standardowy zestaw korekt opisany w podrozdziale 4.1, aby móc oszacować wartość EVA_{nSEZ} dla Spółki 2.

W zakresie szacowania kosztu kapitału własnego jako podmiot referencyjny dla Spółki 2 została wybrana spółka Groclin S.A.²¹⁸, której akcje są notowane na GPW od 24 listopada 1998 r., działająca w pokrewnej branży. Groclin S.A. jest producentem wyposażenia i akcesoriów samochodowych (poszycia foteli samochodowych w tkaninach, skórze naturalnej oraz poroflexie)²¹⁹. Następnie dokonano porównania wielkości kapitału podstawowego obu podmiotów (Spółki 2 oraz Groclin S.A.) na podstawie danych dostępnych w Krajowym Rejestrze Sądowym²²⁰. Wyniki tego porównania prezentuje tabela 19.

Tabela 19. Wielkość kapitału podstawowego Spółki 2 oraz Groclin S.A. w okresie objętym badaniem

Okres	Wartość kapitału podstawowego Spółki 2	Wartość kapitału podstawowego Groclin S.A.
Od 02.12.2003	5 700 000, 00 zł	5 500 000,00 zł
Od 26.01.2007	23 887 500,00 zł	
Od 19.08.2013		11 577 873,00 zł

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych dostępnych w Krajowym Rejestrze Sądowym, <https://ekrs.ms.gov.pl/web/wyszukiwarka-krs/strona-glowna/> (dostęp: 8.02.2022).

W efekcie powyższego porównania stwierdzono, że Groclin S.A. może zostać przyjęta jako spółka referencyjna dla Spółki 2 z uwagi na działalność w pokrewnej branży oraz zbliżony poziom kapitału własnego.

W konsekwencji na podstawie notowań akcji Groclin S.A. w okresie działalności Spółki 2 w strefie (tj. 2005-2019) wyliczono wartość współczynnika β pomiędzy notowaniami Groclin i WIG. Wyliczony na tej podstawie współczynnik β wyniósł 1,4. Następnie przy wykorzystaniu modelu CAPM oraz opisanych w podrozdziale 4.1 założeń oszacowano wartość kosztu kapitału własnego w ujęciu rocznym, co zostało zaprezentowane w tabeli 20.

²¹⁸ 11 sierpnia 2022 r. Groclin S.A. z uwagi na zmiany właścicielskie zmieniła nazwę na Less S.A. Z uwagi na fakt dokonania tej zmiany już po zakończeniu okresu objętego badaniem w dalszej części pracy nadal posłużono się nazwą Groclin S.A.

²¹⁹ <https://www.gpw.pl/spolka?isin=PLINTGR00013> (dostęp: 8.02.2022).

²²⁰ <https://ekrs.ms.gov.pl/web/wyszukiwarka-krs/strona-glowna/> (dostęp: 8.02.2022).

Tabela 20. Wyliczenie wartości kosztu kapitału własnego w ujęciu rocznym dla Spółki 2 na podstawie danych Groclin S.A. w latach 2005-2020

Rok	Stopa wolna od ryzyka	Premia za ryzyko	Koszt kapitału własnego
	r_f	$(r_m - r_f)$	$k_E = r_f + (r_m - r_f)\beta$
2005	4,83%	2,39%	8,16%
2006	4,22%	2,39%	7,56%
2007	4,78%	2,39%	8,11%
2008	6,36%	2,39%	9,69%
2009	4,71%	2,39%	8,05%
2010	3,99%	2,39%	7,33%
2011	4,50%	2,39%	7,83%
2012	4,41%	2,39%	7,75%
2013	2,91%	2,39%	6,24%
2014	2,45%	2,39%	5,79%
2015	1,69%	2,39%	5,02%
2016	1,50%	2,39%	4,84%
2017	1,52%	2,39%	4,86%
2018	1,35%	2,39%	4,68%
2019	1,30%	2,39%	4,64%
2020	0,46%	2,39%	3,80%

Źródło: Obliczenia własne.

Następnie w wyniku dokonania opisanych powyżej korekt ustalono wartość EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} dla Spółki 2 w poszczególnych latach okresu objętego analizą. W kolejnym kroku wyliczono wartość wskaźnika $PANV$, tj. różnicę między EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} , a otrzymane wyniki porównano z wartością EDB ustaloną dla poszczególnych lat. Wyniki wyliczeń w ujęciu nominalnym zostały zaprezentowane w tabeli 21.

Tabela 21. EVA_{SEZ} i EVA_{nSEZ} oraz wartość wskaźnika $PANV$ i EDB dla Spółki 2 w latach 2005-2019 w ujęciu nominalnym (zł)

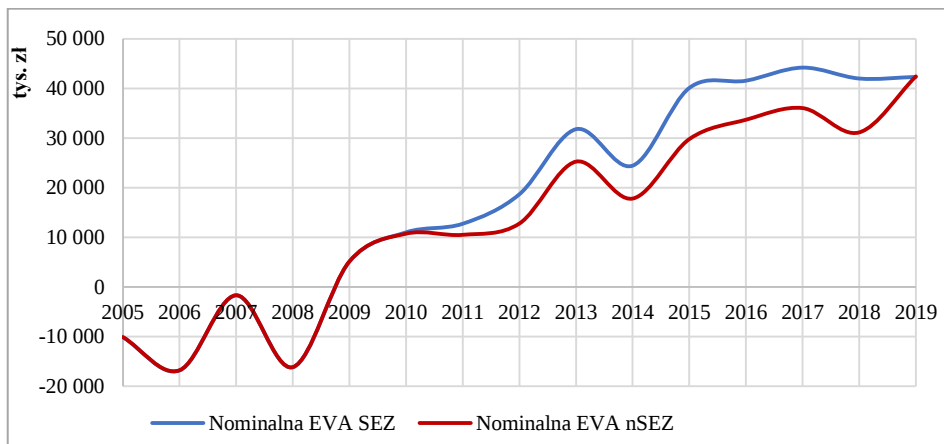
Rok	EVA_{SEZ}		EVA_{nSEZ}		EDB – wartość pomocy zgodnie z przepisami	$PANV = \Delta EVA (EVA_{SEZ} - EVA_{nSEZ})$	Różnica między EDB a $PANV$
	rocznie	kumulatorywnie	rocznie	kumulatorywnie			
1	2	3	4	5	6	7	8
2005	-10 103 510,25	-10 103 510,25	-10 076 710,25	-10 076 710,25	0,00	-26 800,00	26 800,00
2006	-16 801 535,91	-26 905 046,16	-16 760 492,30	-26 837 202,55	0,00	-41 043,61	41 043,61
2007	-1 692 768,43	-28 597 814,59	-1 651 314,43	-28 488 516,98	416 557,00	-41 454,00	458 011,00
2008	-16 169 047,51	-44 766 862,11	-16 126 557,18	-44 615 074,17	0,00	-42 490,33	42 490,33
2009	5 121 828,89	-39 645 033,21	5 171 457,74	-39 443 616,42	1 226 862,00	-49 628,85	1 276 490,85
2010	11 012 280,81	-28 632 752,40	10 748 284,20	-28 695 332,22	2 240 066,00	263 996,61	1 976 069,39
2011	12 746 245,88	-15 886 506,51	10 516 890,65	-18 178 441,56	3 122 268,00	2 229 355,23	892 912,77
2012	18 681 317,49	2 794 810,97	12 782 831,02	-5 395 610,55	5 938 206,00	5 898 486,47	39 719,53
2013	31 791 803,11	34 586 614,08	25 257 106,04	19 861 495,49	6 596 299,00	6 534 697,07	61 601,93
2014	24 445 527,49	59 032 141,57	17 816 164,29	37 677 659,78	6 689 558,00	6 629 363,20	60 194,80
2015	40 094 382,25	99 126 523,82	29 786 697,05	67 464 356,83	10 380 614,00	10 307 685,20	72 928,80

cd. tabeli 21

1	2	3	4	5	6	7	8
2016	41 556 715,32	140 683 239,14	33 693 636,94	101 157 993,77	7 943 800,00	7 863 078,38	80 721,62
2017	44 191 672,94	184 874 912,08	36 043 188,02	137 201 181,79	8 207 387,00	8 148 484,92	58 902,08
2018	41 995 624,92	226 870 537,00	31 147 326,99	168 348 508,78	10 888 571,00	10 848 297,93	40 273,07
2019	42 324 343,50	269 194 880,51	42 420 910,31	210 769 419,10	5 193,95	-96 566,81	101 760,76
SUMA	269 194 880,51		210 769 419,10		63 655 381,95	58 425 461,41	5 229 920,54

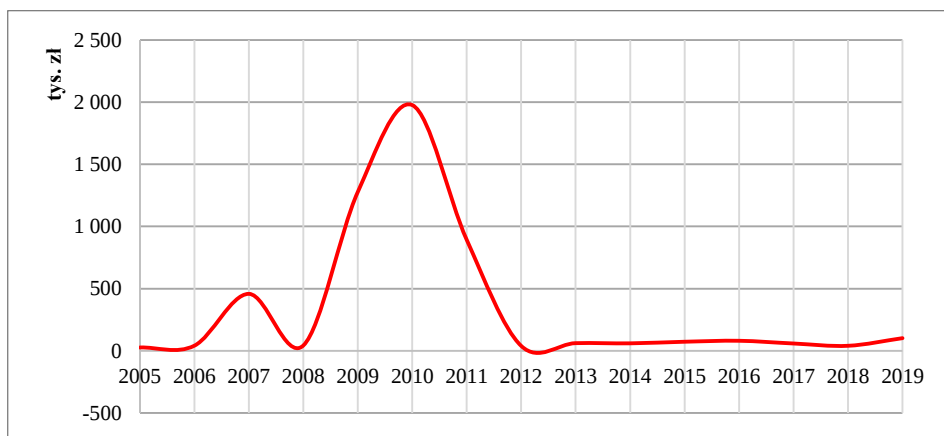
Źródło: Obliczenia własne.

Powyższe wyniki zostały zilustrowane na wykresach 7 i 8.



Wykres 7. Wartość EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} dla Spółki 2 w latach 2005-2019 w ujęciu nominalnym

Źródło: Opracowanie własne.



Wykres 8. Różnica między wartością EDB a wartością wskaźnika $PANV$ dla Spółki 2 w latach 2005-2019 w ujęciu nominalnym

Źródło: Opracowanie własne.

Na wykresie 8 widoczne jest równomierne rozłożenie różnicy między *EDB* a *PANV* w wartości oscylującej maksymalnie koło 100 000 zł, z wyłączeniem 2007 r. i okresu 2009-2011, kiedy wartość tej różnicy jest znacząco większa. W tych latach Spółka 2 z tytułu działalności w strefie straciła prawo do rozliczenia strat w znaczącej wysokości, czego *EDB* nie uwzględnia, natomiast wskaźnik *PANV* odzwierciedla dokładną wartość utraconej korzyści.

Następnie, podobnie jak w poprzednim studium przypadku, czynniki składające się na wartość *PANV* w poszczególnych latach podzielono na elementy składowe, zwane również czynnikami wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Ich rozkład w poszczególnych latach dla Spółki 2 przedstawia tabela 22.

Tabela 22. Wartość czynników wzrostu wartości przedsiębiorstwa dla Spółki 2 w latach 2005-2019 (zł)

Rok	ΔEVA ($EVA_{SEZ} - EVA_{nSEZ}$)	Czynniki wzrostu wartości przedsiębiorstwa, gdy SEZ		
		Sumaryczny przyrost tarczy podatkowej pozaodsetkowej*	Koszty indukowane	Przyrost tarczy podatkowej odsetkowej
2005	-26 800,00	0,00	-26 800,00	0,00
2006	-41 043,61	-1 357,17	-41 043,61	1 357,17
2007	-41 454,00	795 280,31	-41 454,00	-795 280,31
2008	-42 490,33	-4 441,54	-42 490,33	4 441,54
2009	-49 628,85	1 188 923,18	-44 274,85	-1 194 277,18
2010	263 996,61	1 491 979,75	-45 824,39	-1 182 158,75
2011	2 229 355,23	3 251 215,94	-47 015,77	-974 844,94
2012	5 898 486,47	6 374 298,32	-49 037,53	-426 774,32
2013	6 534 697,07	6 929 124,01	-76 051,93	-318 375,01
2014	6 629 363,20	7 111 799,09	-74 314,80	-408 121,09
2015	10 307 685,20	10 687 381,11	-90 034,80	-289 661,11
2016	7 863 078,38	8 358 896,27	-99 655,62	-396 162,27
2017	8 148 484,92	8 504 071,80	-72 718,08	-282 868,80
2018	10 848 297,93	11 283 921,52	-49 720,07	-385 903,52
2019	-96 566,81	29 196,99	-125 630,81	-132,99
SUMA	58 425 461,41	66 000 289,58	-926 066,59	-6 648 761,58

* M.in. z tytułu zwolnienia podatkowego strefowego, odliczenia strat z lat poprzednich itp.

Źródło: Obliczenia własne.

W tabeli 22 również widoczny jest opisany w podrozdziale 3.3 efekt „wypierania” tarczy odsetkowej przez tarcze pozaodsetkowe, w tym przypadku przede wszystkim przez tarczę podatkową wynikającą z zastosowania zwolnienia podatkowego w strefie. Taka sytuacja widoczna jest we wszystkich latach działalności Spółki 2 w strefie (z wyłączeniem dwóch pierwszych oraz czwartego okresu rozliczeniowego), w których wartość tarczy podatkowej odsetkowej jest mniejsza w przypadku działalności w strefie niż w scenariuszu prowadzenia tej działalności poza strefą.

W dalszej kolejności w celu wyliczenia wartości zdyskontowanych oszacowano wartość średniego ważonego kosztu kapitału w poszczególnych latach zarówno jako $WACC_{SEZ}$, jak i $WACC_{nSEZ}$. Kalkulacji tej dokonano analogicznie jak w przypadku Spółki 1, z tym że dla kapitału własnego przyjęto wartość kosztu oszacowaną zgodnie z modelem CAPM na podstawie danych spółki referencyjnej Groclin S.A. przedstawioną w tabeli 20.

Oszacowanie średniego ważonego kosztu kapitału zostało przedstawione w tabeli 23.

Tabela 23. Oszacowanie średniego ważonego kosztu kapitału dla Spółki 2 w latach 2005-2020 (zł)

Rok	Suma długu i kapitału (stan na 31 grudnia danego roku)	Kalkulacja $WACC_{SEZ}$		Kalkulacja $WACC_{nSEZ}$		
		Suma kosztów nominalnych	$WACC_{SEZ}$	Stawka podatku (T)	Suma kosztów nominalnych netto ($1 - T$)	$WACC_{nSEZ}$
2005*	0,00					
2005	0,00	0,00	0,00%	19,00%	0,00	0,00%
2006	26 471 229,22	1 580 006,09	5,97%	19,00%	1 279 804,93	4,83%
2007	43 760 134,15	2 679 648,09	6,12%	19,00%	2 170 514,95	4,96%
2008	43 085 387,30	3 239 148,49	7,52%	19,00%	2 623 710,28	6,09%
2009	49 417 716,61	3 321 013,81	6,72%	19,00%	2 860 234,47	5,79%
2010	70 513 278,82	4 736 178,00	6,72%	19,00%	4 138 946,89	5,87%
2011	95 372 170,61	6 809 809,02	7,14%	19,00%	6 085 004,27	6,38%
2012	97 849 497,79	7 137 413,46	7,29%	19,00%	6 446 005,25	6,59%
2013	124 496 494,91	7 050 836,41	5,66%	19,00%	6 480 356,02	5,21%
2014	130 243 050,00	6 764 779,77	5,19%	19,00%	6 275 555,37	4,82%
2015	144 063 310,00	6 260 793,42	4,35%	19,00%	5 876 600,28	4,08%
2016	166 382 790,00	6 857 312,74	4,12%	19,00%	6 321 888,06	3,80%
2017	186 940 870,00	7 630 336,46	4,08%	19,00%	6 928 141,50	3,71%
2018	226 682 000,00	9 328 253,23	4,12%	19,00%	8 623 961,71	3,80%
2019	246 684 000,00	10 255 726,05	4,16%	19,00%	9 642 949,31	3,91%
2020	194 266 000,00	6 429 339,98	3,31%	19,00%	6 108 540,14	3,14%

* Stan na styczeń.

Źródło: Obliczenia własne.

W latach 2005-2008 w Spółce 2 występował ujemny kapitał własny. W latach tych do wyliczenia wartości kosztów nominalnych brano pod uwagę wyłącznie koszt długu. Dla zachowania konsekwencji również przy wyliczeniu $WACC$ w tych latach w mianowniku uwzględniono wyłącznie wartość kapitału obcego.

Tak oszacowany średni ważony koszt kapitału został wykorzystany do wyliczenia wartości NPV_{PANV} (tj. ΔMVA) według wzoru (30) zaprezentowanego w podrozdziale 3.2. Oznacza to, że w pierwszej kolejności wartości EVA_{SEZ} w poszczególnych latach zdyskontowano przy użyciu $WACC_{SEZ}$, natomiast war-

tości roczne EVA_{nSEZ} zdyskontowano przy użyciu $WACC_{nSEZ}$ i w ostatnim kroku wyliczono różnicę między obydwoma wartościami w poszczególnych latach. Zgodnie z odpowiednimi regułami dotyczącymi ustalenia momentu otrzymania pomocy publicznej, jak i dyskontowania odpowiednie wartości zostały przypisane do marca roku kolejnego. Następnie dokonano porównania różnic pomiędzy zdyskontowaną EVA_{SEZ} a zdyskontowaną EVA_{nSEZ} (tj. ΔEVA) ze zdyskontowaną wartością zwolnienia z podatku dochodowego ustaloną zgodnie z przepisami (tj. EDB) w poszczególnych latach. Podsumowanie otrzymanych wyników przedstawia tabela 24.

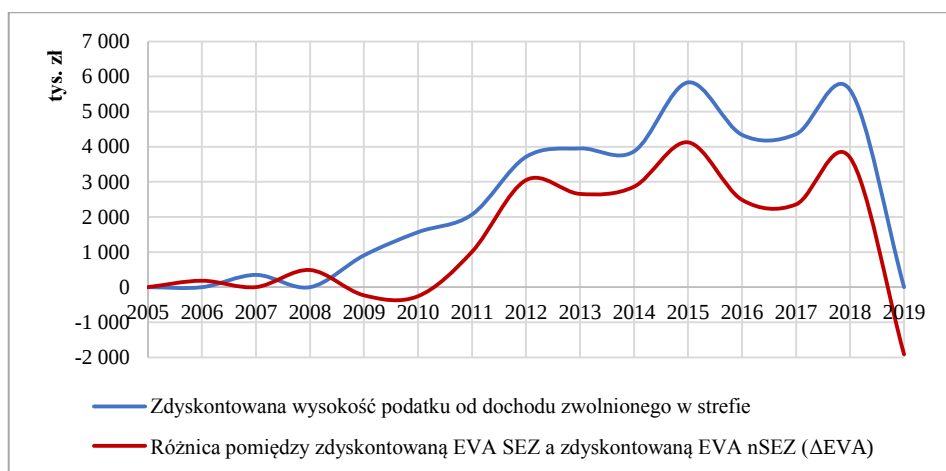
Tabela 24. Wartości zdyskontowane EVA_{SEZ} i EVA_{nSEZ} oraz wyliczenie wartości ΔEVA oraz wartości EDB dla Spółki 2 w latach 2005-2019 (zł)

Miesiąc	Zdyskontowana EVA_{SEZ}	Zdyskontowana EVA_{nSEZ}	Różnica pomiędzy zdyskontowaną EVA_{SEZ} a zdyskontowaną EVA_{nSEZ} (ΔEVA)	Nominalna wysokość podatku od dochodu zwolnionego w strefie*	Zdyskontowana wysokość podatku od dochodu zwolnionego w strefie
03-2006	-9 954 233,95	-9 955 890,39	1 656,44	0,00	0,00
03-2007	-15 590 484,84	-15 774 584,53	184 099,69	0,00	0,00
03-2008	-1 472 571,33	-1 474 970,89	2 399,56	416 557,00	350 252,88
03-2009	-13 076 029,67	-13 565 678,83	489 649,15	0,00	0,00
03-2010	3 873 610,55	4 105 333,15	-231 722,60	1 226 862,00	906 495,38
03-2011	7 780 758,99	8 036 986,93	-256 227,94	2 240 066,00	1 567 800,89
03-2012	8 383 839,08	7 375 334,79	1 008 504,30	3 122 268,00	2 070 159,66
03-2013	11 472 194,40	8 423 321,49	3 048 872,91	5 938 206,00	3 712 820,62
03-2014	18 472 399,04	15 816 158,85	2 656 240,19	6 596 299,00	3 952 879,91
03-2015	13 515 007,60	10 652 396,37	2 862 611,24	6 689 558,00	3 867 130,32
03-2016	21 237 505,43	17 110 882,20	4 126 623,23	10 380 614,00	5 832 799,12
03-2017	21 126 900,80	18 639 050,68	2 487 850,12	7 943 800,00	4 339 165,50
03-2018	21 567 628,04	19 209 771,99	2 357 856,05	8 207 387,00	4 357 978,65
03-2019	19 668 852,16	15 977 553,95	3 691 298,21	10 888 571,00	5 619 099,11
03-2020	19 057 178,96	20 967 570,81	-1 910 391,84	5 193,95	2 604,81
SUMA	126 062 555,27	105 543 236,56	20 519 318,71	63 655 381,95	36 579 186,85

* (roczny dochód zwolniony w strefie) x (stawka podatku).

Źródło: Obliczenia własne.

Wzajemne zależności pomiędzy zdyskontowaną wartością EDB oraz ΔEVA w poszczególnych latach ilustruje wykres 9.



Wykres 9. Wartość *EDB* oraz ΔEVA dla Spółki 2 w latach 2005-2019 w ujęciu zdyskontowanym

Źródło: Opracowanie własne.

Na podstawie wykresu 9 można stwierdzić, że w początkowych latach wartości obu mierników kształtowały się na podobnym poziomie. Zdarzyło się nawet, że *EDB* było niższe od ΔEVA , co można zaobserwować w latach 2005-2006 oraz w 2008 r. Natomiast z biegiem czasu zdyskontowana wartość *EDB* zaczęła przewyższać wartość zdyskontowanej ΔEVA i ta zależność się utrzymuje do końca analizowanego okresu. Jednak dystans pomiędzy wartościami w poszczególnych latach ma rozkład raczej przypadkowy – nie wykazuje cech trendu.

Powyższe wyliczenia zostały dokonane poprzez zastosowanie dyskontowania za cały okres funkcjonowania Spółki 2 w strefie, tj. od daty wydania Zezwolenia nr 1. Oddaje to pewnego rodzaju trend i odzwierciedla sumaryczne zmiany w wartości pieniądza w całym tym okresie. Jednak w celu ustalenia wartości korzyści w porównaniu do przysługującej puli zwolnienia podatkowego należałoby dokonać dyskontowania w podziale na poszczególne zezwolenia i wtedy porównywać tę wartość z pulą przysługującą dla danego zezwolenia. Wyniki takich przeliczeń zaprezentowano w tabeli 25.

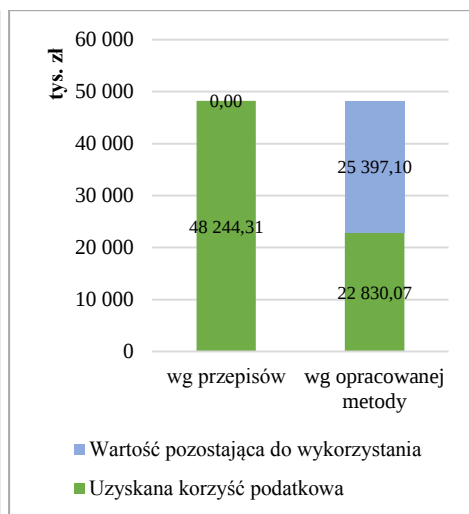
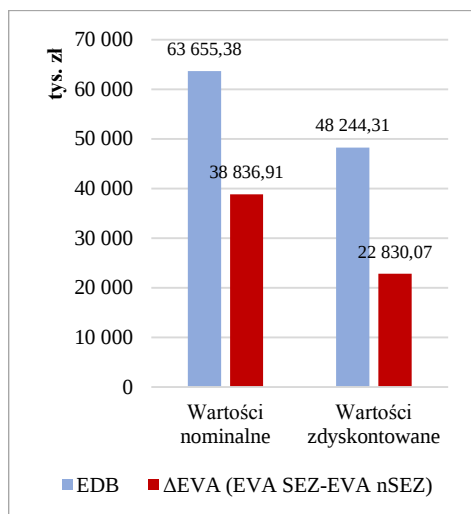
Na podstawie poniższych kalkulacji stwierdzono, że wartość zwolnienia podatkowego ustalonego zgodnie z opracowaną metodą jest znacząco niższa niż jego wartość ustalona na podstawie przepisów. Dodatkowo można zauważyć, że różnica w wynikach kalkulacji dokonanej zgodnie z przepisami i na podstawie opracowanej metody jest dużo większa na wartościach zdyskontowanych niż nominalnych.

Wzajemne proporcje pomiędzy wartością *EDB* i ΔEVA w wartościach nominalnych i zdyskontowanych przedstawiono na wykresie 10. Z kolei porównanie stosunkowej wartości zwolnienia podatkowego, tj. wartości zwolnienia kalkulowanej w porównaniu do wartości poniesionych nakładów inwestycyjnych przedstawiono na wykresie 11.

Tabela 25. Wartości zwolnienia podatkowego jako *EDB* i jako ΔEVA w wartościach nominalnych i zdyskontowanych w porównaniu do puli pomocy dla Spółki 2 w latach 2005-2019

Wartość zwolnienia podatkowego	Ustalona jako <i>EDB</i>	Ustalona jako ΔEVA ($EVA_{SEZ} - EVA_{nSEZ}$)
Wartość nominalna	63 655 381,94 zł	38 836 908,01 zł
Wartość zdyskontowana	48 244 305,72 zł	22 830 066,77 zł
Wartość puli zwolnienia podatkowego	Ustalona zgodnie z przepisami	Ustalona zgodnie z opracowaną metodą
Według wartości nominalnych	51 599 724,57 zł	51 599 724,57 zł
Według wartości zdyskontowanych	48 244 305,72 zł	48 227 164,41 zł
Udział wykorzystanego zwolnienia w całkowitej puli	Na podstawie danych ustalonych zgodnie z przepisami	Na podstawie danych ustalonych zgodnie z opracowaną metodą
Według wartości nominalnych	123,36%	75,27%
Według wartości zdyskontowanych	100,00%	47,34%

Źródło: Opracowanie własne.



Wykres 10. Sumaryczna wartość zwolnienia podatkowego (ustalona jako *EDB*) oraz sumaryczny przyrost wartości przedsiębiorstwa (ustalony jako ΔEVA) dla Spółki 2 w latach 2005-2019 w ujęciach nominalnym i zdyskontowanym

Wykres 11. Wartość uzyskanego i pozostałego do wykorzystania zwolnienia podatkowego ustalonego według przepisów i według opracowanej metody dla Spółki 2 za lata 2005-2019 w ujęciu zdyskontowanym

Źródło: Opracowanie własne.

Źródło: Opracowanie własne.

Zaprezentowane na wykresie 11 dane wskazują, że zdyskontowana wartość puli zwolnienia podatkowego ustalona na podstawie obowiązujących przepisów jest nieznacznie wyższa niż wartość tej puli zdyskontowanej przy użyciu stóp dyskontowych ustalonych w opracowanej metodzie ($WACC_{SEZ}$). Natomiast wartość uzyskanego zwolnienia podatkowego ustalona według opracowanej metody jest znacząco niższa niż wartość określana na podstawie przepisów. To z kolei oznacza, że w przypadku zastosowania metody szacowania ekonomicznej wartości zwolnienia w strefie stopień wykorzystania puli zwolnienia podatkowego byłby znacząco niższy (47,34%) niż ten ustalany na podstawie przepisów (100%).

4.4. Analiza struktury i dynamiki wartości pomocy publicznej spółki z branży papierniczej (studium przypadku 3)

Spółka z branży papierniczej (dalej: Spółka 3) działa w Katowickiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej od 2014 r. na podstawie zezwolenia wydanego w czerwcu 2014 r. Na podstawie tego zezwolenia Spółka 3 zrealizowała inwestycję polegającą na utworzeniu nowego zakładu produkcji opakowań papierowych. Szczegółowe warunki otrzymanego przez Spółkę 3 zezwolenia prezentuje tabela 26.

Tabela 26. Warunki zezwolenia posiadanego przez Spółkę 3

Zezwolenia	Miesiąc wydania	Przysługująca intensywność pomocy	Wartość kosztów kwalifikowanych	
			Min	Max
Zezwolenie nr 1	06.2014	40%	41,50 mln zł	62,25 mln zł

Źródło: Opracowanie własne.

Spółka należy do międzynarodowego koncernu z kapitałem fińskim współpracującego z globalnymi i lokalnymi operatorami usług gastronomicznych. W 2019 r. Spółka 3 prowadziła działalność strefową szósty rok. W tym okresie – z uwagi na nieprzewidziany rozwój rynku – Spółka 3 generowała głównie straty, w efekcie czego wykorzystwała tylko minimalną część puli przysługującego jej zwolnienia podatkowego. Z tego powodu Spółka 3 została wybrana do niniejszego badania jako podmiot o nietypowym przebiegu korzystania ze zwolnienia, u którego przedłuża się początkowy okres generowania strat. W efekcie badanie Spółki 3 pozwoliło zweryfikować, na ile opracowana metoda umożliwia odzwierciedlenie przypadków podmiotów w niekorzystnej sytuacji finansowej, w której koszty działania w strefie przewyższają lub są na dany moment niewiele mniejsze niż uzyskiwane z niej korzyści.

Ostatnie dostępne dane dotyczące poziomu zatrudnienia w Spółce 3 dotyczą 2016 r., kiedy wynosiło ono 45 osób. Podstawowe dane finansowe Spółki 3 za ostatni rok objęty badaniem przedstawia tabela 27.

Tabela 27. Podstawowe dane finansowe Spółki 3 za ostatni rok objęty badaniem (2019 r.)

Dane finansowe Spółki 3	2019
Przychody netto ze sprzedaży (mln zł)	90,00
Zysk (strata) netto (mln zł)	2,54
EBIT (mln zł)	5,09
Marża EBIT (%)	5,70
EBITDA (mln zł)	11,34
Marża EBITDA (%)	12,60
Aktywa ogółem (mln zł)	85,55
Aktywa obrotowe (mln zł)	23,69
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania ogółem (mln zł)	46,69
Kapitał własny (mln zł)	38,86
Przepływy pieniężne netto (mln zł)	0,37

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z bazy EMIS, <https://www.emis.com/> (dostęp: 8.02.2022).

Na podstawie otrzymanych od Spółki 3 danych przeprowadzono symulację zastosowania opracowanej metody szacowania ekonomicznej wartości zwolnienia w strefie. W tym celu zastosowano standardowy zestaw korekt opisany w podrozdziale 4.1, aby móc oszacować wartość EVA_{nSEZ} dla Spółki 3.

W zakresie szacowania kosztu kapitału własnego jako podmiot referencyjny dla Spółki 3 została wybrana spółka Kompap S.A.²²¹, której akcje są notowane na GPW od 19 listopada 1996 r., działająca w pokrewnej branży, tj. w sektorze papierniczym.

Następnie dokonano porównania wielkości kapitału podstawowego obu podmiotów (Spółki 3 oraz Kompap S.A.) na podstawie danych dostępnych w Krajowym Rejestrze Sądowym²²². Wyniki tego porównania prezentuje tabela 28.

Tabela 28. Wielkość kapitału podstawowego Spółki 3 oraz Kompap S.A. w okresie objętym badaniem

Okres	Wartość kapitału podstawowego Spółki 3	Wartość kapitału podstawowego Kompap S.A.
Od 10.06.2008		5 616 595,20 zł
Od 18.07.2014	50 000,00 zł	
Od 13.04.2017	50 050,00 zł	

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych dostępnych w Krajowym Rejestrze Sądowym, <https://ekrs.ms.gov.pl/web/wyszukiwarka-krs/strona-glowna/> (dostęp: 8.02.2022).

W efekcie powyższego porównania stwierdzono, że Kompap S.A. dysponuje wprawdzie znacząco większym kapitałem własnym, jednak jest najbardziej porównywalnym podmiotem co do skali ze wszystkich podmiotów z tej branży

²²¹ <https://www.gpw.pl/spolka?isin=PLKOMPP00017#quotationsTab> (dostęp: 8.02.2022).

²²² <https://ekrs.ms.gov.pl/web/wyszukiwarka-krs/strona-glowna/> (dostęp: 8.02.2022).

notowanych na GPW. W efekcie Kompap S.A. została przyjęta jako spółka referencyjna dla Spółki 3 z uwagi na działalność w pokrewnej branży oraz najbardziej zbliżoną skalę działalności ustaloną na podstawie wielkości kapitału własnego.

W konsekwencji na podstawie notowań akcji Kompap S.A. w okresie działalności Spółki 3 w strefie (tj. 2014-2019) wyliczono wartość współczynnika β pomiędzy notowaniami Kompap S.A. i WIG. Wyliczony na tej podstawie współczynnik β wyniósł 0,29. Następnie przy wykorzystaniu modelu CAPM oraz opisanych w podrozdziale 4.1 założeń oszacowano wartość kosztu kapitału własnego w ujęciu rocznym, co zostało zaprezentowane w tabeli 29.

Tabela 29. Wyliczenie wartości kosztu kapitału własnego w ujęciu rocznym dla Spółki 3 na podstawie danych Kompap S.A. w latach 2014-2020

Rok	Stopa wolna od ryzyka	Premia za ryzyko	Koszt kapitału własnego
	r_f	$(r_m - r_f)$	$k_E = r_f + (r_m - r_f)\beta$
2014	2,45%	2,39%	3,15%
2015	1,69%	2,39%	2,38%
2016	1,50%	2,39%	2,20%
2017	1,52%	2,39%	2,22%
2018	1,35%	2,39%	2,04%
2019	1,30%	2,39%	2,00%
2020	0,46%	2,39%	1,16%

Źródło: Obliczenia własne.

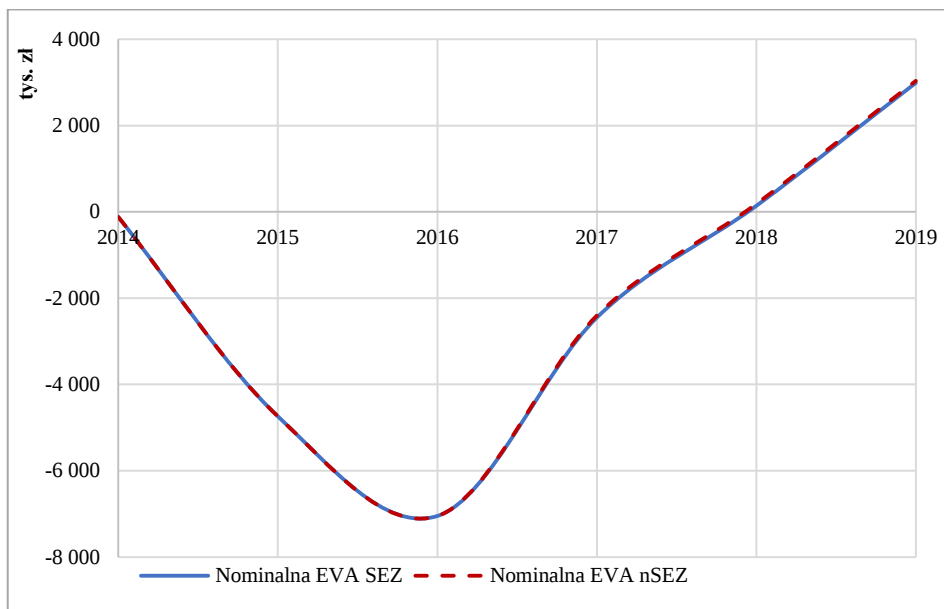
W wyniku dokonania opisanych powyżej korekt ustalono wartość EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} dla Spółki 3 w poszczególnych latach okresu objętego analizą. Następnie wyliczono wartość wskaźnika $PANV$, tj. różnicę między EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} , a otrzymane wyniki porównano z wartością EDB ustaloną dla poszczególnych lat. Wyniki wyliczeń w ujęciu nominalnym zostały zaprezentowane w tabeli 30.

Tabela 30. EVA_{SEZ} i EVA_{nSEZ} oraz wartość wskaźnika $PANV$ i EDB dla Spółki 3 w latach 2014-2019 w ujęciu nominalnym (zł)

Rok	EVA_{SEZ}		EVA_{nSEZ}		EDB – wartość pomocy zgodnie z przepisami	$PANV = \Delta EVA (EVA_{SEZ} - EVA_{nSEZ})$	Różnica między EDB a $PANV$
	rocznie	kumulatorywnie	rocznie	kumulatorywnie			
2014	-118 877,67	-118 877,67	-118 877,67	-118 877,67	0,00	0,00	0,00
2015	-4 737 660,51	-4 856 538,18	-4 737 660,51	-4 856 538,18	0,00	0,00	0,00
2016	-7 048 637,50	-11 905 175,68	-7 048 637,50	-11 905 175,68	0,00	0,00	0,00
2017	-2 449 967,03	-14 355 142,71	-2 405 387,03	-14 310 562,71	0,00	-44 580,00	44 580,00
2018	140 103,79	-14 215 038,92	185 575,39	-14 124 987,32	0,00	-45 471,60	45 471,60
2019	2 990 306,63	-11 224 732,30	3 036 505,79	-11 088 481,54	281 460,00	-46 199,16	327 659,16
SUMA	-11 224 732,30	-	-11 088 481,54	-	281 460,00	-136 250,76	417 710,76

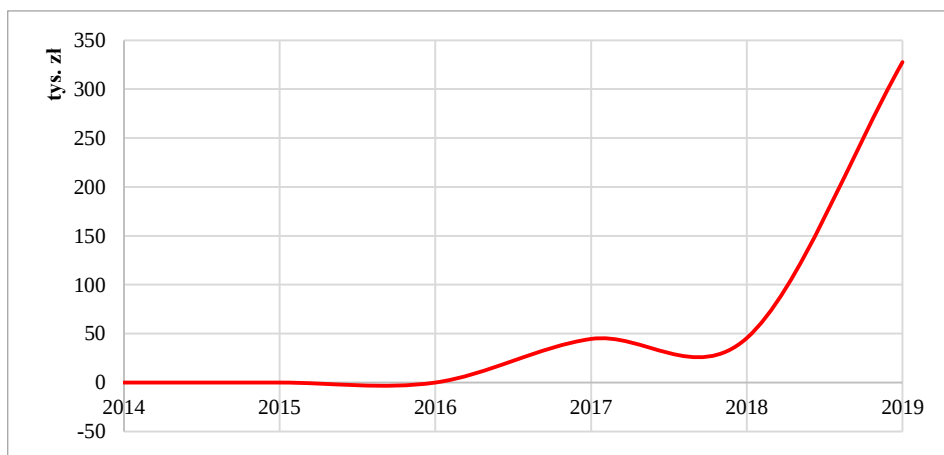
Źródło: Obliczenia własne.

Powyższe wyniki zostały zilustrowane na wykresach 12 i 13.



Wykres 12. Wartość EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} dla Spółki 3 w latach 2014-2019 w ujęciu nominalnym

Źródło: Opracowanie własne.



Wykres 13. Różnica między wartością EDB a wartością wskaźnika $PANV$ dla Spółki 3 w latach 2014-2019 w ujęciu nominalnym

Źródło: Opracowanie własne.

Na wykresie 13 jednoznacznie widać wzrost różnicy między *EDB* a *PANV*, co należy zinterpretować w ten sposób, że co do zasady im Spółka 3 dłużej funkcjonuje w strefie, tym raportuje bardziej zawyżoną wartość swojej korzyści w postaci zwolnienia z podatku dochodowego w stosunku do rzeczywistej korzyści.

Podobnie jak w poprzednich studiach przypadków, czynniki składające się na wartość *PANV* w poszczególnych latach podzielono na elementy składowe, zwane również czynnikami wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Ich rozkład w poszczególnych latach dla Spółki 3 przedstawia tabela 31.

Tabela 31. Wartość czynników wzrostu wartości przedsiębiorstwa dla Spółki 3 w latach 2014-2019 (zł)

Rok	ΔEVA ($EVA_{SEZ} - EVA_{nSEZ}$)	Czynniki wzrostu wartości przedsiębiorstwa, gdy SEZ		
		Sumaryczny przyrost tarczy podatkowej pozaodsetkowej*	Koszty indukowane	Przyrost tarczy podatkowej odsetkowej
2014	0,00	0,00	0,00	0,00
2015	0,00	0,00	0,00	0,00
2016	0,00	0,00	0,00	0,00
2017	-44 580,00	-28 995,52	-44 580,00	28 995,52
2018	-45 471,60	384 413,06	-45 471,60	-384 413,06
2019	-46 199,16	328 903,31	-46 199,16	-328 903,31
SUMA	-136 250,76	684 320,84	-136 250,76	-684 320,84

* M.in. z tytułu zwolnienia podatkowego strefowego, odliczenia strat z lat poprzednich itp.

Źródło: Obliczenia własne.

W tabeli 31 widoczny jest efekt, w którym zbyt niskie dochody przedsiębiorstwa uniemożliwiają mu skorzystanie z jakiegokolwiek tarczy podatkowej (odsetkowej lub pozaodsetkowej). W latach 2014-2016 Spółka 3 nie korzystała z żadnego rodzaju osłony podatkowej, gdyż generowała stratę, która w przeważającej części w kolejnych latach nie podlegała odliczeniu również z uwagi na zbyt niskie dochody. Dopiero w 2018 r. Spółka 3 zaczęła generować dodatni wynik z działalności operacyjnej i mogła zacząć korzystać z tarczy podatkowej w większym wymiarze. W przypadku działalności w strefie tarcza ta przyjmowała postać osłony pozaodsetkowej w formie zwolnienia podatkowego, natomiast w przypadku symulacji scenariusza działalności pozastrefowej tarcza pozaodsetkowa byłaby zastępowana osłoną odsetkową o tej samej wartości. Na tym przykładzie również widoczny jest efekt „wypierania” tarczy odsetkowej przez tarcze pozaodsetkowe – podmiot strefowy w pierwszej kolejności wykorzystuje tarczę przysługującą mu z tytułu zwolnienia strefowego, co powoduje, że innego rodzaju osłony nie przynoszą mu dodatkowych efektów. Wyjątkiem od powyższej reguły był 2017 r., w którym Spółka 3 zanotowała wzrost tarczy podatkowej odsetkowej w wyniku działalności w strefie. Z uwagi na koniecz-

ność wydzielenia wyniku strefowego zwolnionego i opodatkowanego w tym roku w scenariuszu strefowym Spółka 3 – mimo osiągnięcia straty na całości działalności – wykazała dochód z działalności opodatkowanej. W rezultacie w ramach tej części działalności Spółka 3 wykorzystwała osłonę podatkową odsetkową poprzez odliczenie od dochodu opodatkowanego kosztów długu w tej części, w jakiej były alokowane do działalności opodatkowanej oraz poprzez rozliczenie straty podatkowej z lat poprzednich i aktywowanie przypadającej na nią tarczy podatkowej odsetkowej.

W dalszej kolejności w celu wyliczenia wartości zdyskontowanych oszacowano wartość średniego ważonego kosztu kapitału w poszczególnych latach zarówno jako $WACC_{SEZ}$, jak i $WACC_{nSEZ}$. Kalkulacji tej dokonano analogicznie jak w poprzednich przypadkach, z tym że dla kapitału własnego przyjęto wartość kosztu oszacowaną zgodnie z modelem CAPM na podstawie danych spółki referencyjnej Kompap S.A., co przedstawiono w tabeli 29.

Oszacowanie średniego ważonego kosztu kapitału zostało podsumowane w tabeli 32.

Tabela 32. Oszacowanie średniego ważonego kosztu kapitału dla Spółki 3 w latach 2014-2020 (zł)

Rok	Suma długu i kapitału (stan na 31 grudnia danego roku)	Kalkulacja $WACC_{SEZ}$		Kalkulacja $WACC_{nSEZ}$		
		Suma kosztów nominalnych	$WACC_{SEZ}$	Stawka podatku (T)	Suma kosztów nominalnych netto ($1 - T$)	$WACC_{nSEZ}$
2014*	50 000,00					
2014	18 653 913,16	861 737,35	4,62%	19,00%	698 007,25	3,74%
2015	35 756 287,55	1 356 254,97	3,79%	19,00%	1 098 566,53	3,07%
2016	43 251,45	1 364,94	3,16%	19,00%	1 105,60	2,56%
2017	36 888 074,49	818 585,01	2,22%	19,00%	818 585,01	2,22%
2018	38 186 991,40	780 072,95	2,04%	19,00%	780 072,95	2,04%
2019	42 044 808,00	840 554,79	2,00%	19,00%	840 554,79	2,00%
2020	40 147 000,00	463 873,73	1,16%	19,00%	463 873,73	1,16%

* Stan na czerwiec.

Źródło: Obliczenia własne.

W latach 2014-2016 w Spółce 3 występował ujemny kapitał własny. W latach tych do wyliczenia wartości kosztów nominalnych brano pod uwagę wyłącznie koszt długu. Dla zachowania konsekwencji również przy wyliczeniu $WACC$ w tych latach w mianowniku uwzględniono wyłącznie wartość kapitału obcego.

Tak oszacowany średni ważony koszt kapitału został wykorzystany do wyliczenia wartości NPV_{PANV} (tj. ΔMVA) według wzoru (30) zaprezentowanego w podrozdziale 3.2. Oznacza to, że w pierwszej kolejności wartości EVA_{SEZ} w poszczególnych latach zdyskontowano przy użyciu $WACC_{SEZ}$, natomiast wartości roczne EVA_{nSEZ} zdyskontowano przy użyciu $WACC_{nSEZ}$ i w ostatnim kroku

wyliczono różnicę między obydwooma wartościami w poszczególnych latach. Zgodnie z odpowiednimi regułami dotyczącymi ustalenia momentu otrzymania pomocy publicznej, jak i dyskontowania odpowiednie wartości zostały przypisane do marca roku kolejnego. Następnie dokonano porównania różnic pomiędzy zdyskontowaną EVA_{SEZ} a zdyskontowaną EVA_{nSEZ} (tj. ΔEVA) ze zdyskontowaną wartością zwolnienia z podatku dochodowego ustaloną zgodnie z przepisami (tj. EDB) w poszczególnych latach. Podsumowanie otrzymanych wyników przedstawia tabela 33.

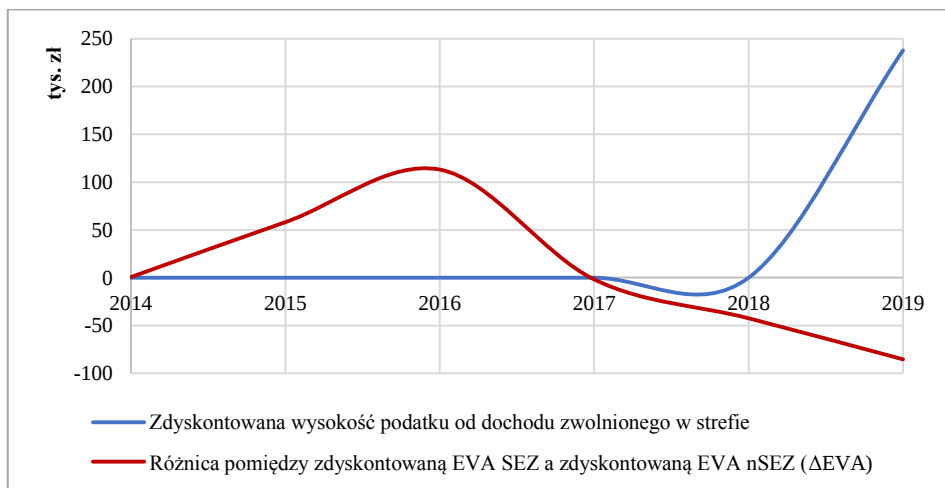
Tabela 33. Wartości zdyskontowane EVA_{SEZ} i EVA_{nSEZ} oraz wyliczenie wartości ΔEVA oraz wartości EDB dla Spółki 3 w latach 2014-2019 (zł)

Miesiąc	Zdyskontowana EVA_{SEZ}	Zdyskontowana EVA_{nSEZ}	Różnica pomiędzy zdyskontowaną EVA_{SEZ} a zdyskontowaną EVA_{nSEZ} (ΔEVA)	Nominalna wysokość podatku od dochodu zwolnionego w strefie*	Zdyskontowana wysokość podatku od dochodu zwolnionego w strefie
03-2015	-115 073,80	-115 785,99	712,19	0,00	0,00
03-2016	-4 422 653,38	-4 480 770,07	58 116,70	0,00	0,00
03-2017	-6 390 742,08	-6 503 834,15	113 092,08	0,00	0,00
03-2018	-2 173 546,41	-2 171 759,90	-1 786,51	0,00	0,00
03-2019	121 798,43	164 183,82	-42 385,39	0,00	0,00
03-2020	2 553 567,18	2 638 905,55	-85 338,37	281 460,00	237 764,76
SUMA	-10 426 650,05	-10 469 060,75	42 410,70	281 460,00	237 764,76

* (roczny dochód zwolniony w strefie) x (stawka podatku).

Źródło: Obliczenia własne.

Wzajemne zależności pomiędzy zdyskontowaną wartością EDB oraz ΔEVA w poszczególnych latach ilustruje wykres 14.



Wykres 14. Wartość EDB oraz ΔEVA dla Spółki 3 w latach 2014-2019 w ujęciu zdyskontowanym

Źródło: Opracowanie własne.

Na podstawie wykresu 14 można stwierdzić, że w początkowych latach, kiedy *EDB* był równy 0, wartość ΔEVA przekraczała *EDB*. W kolejnych latach wartość ΔEVA była niższa niż *EDB*, ponadto była niższa niż 0. Dodatkowo widoczne jest, że w okresie 2017-2019 różnica między *EDB* a ΔEVA rosła z roku na rok.

Podsumowanie powyższych wyliczeń zaprezentowano w tabeli 34.

Tabela 34. Wartości zwolnienia podatkowego jako *EDB* i jako ΔEVA w wartościach nominalnych i zdyskontowanych w porównaniu do puli pomocy dla Spółki 3 w latach 2014-2019

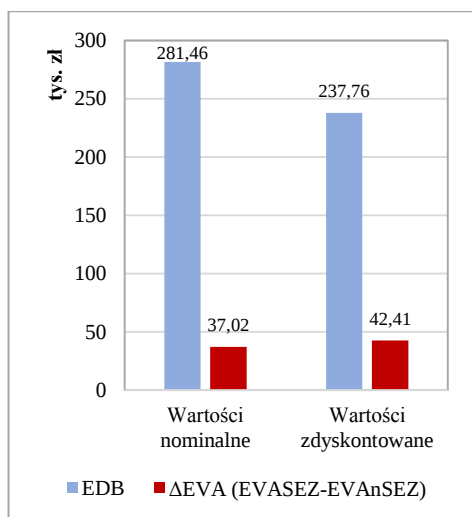
Wartość zwolnienia podatkowego	Ustalona jako <i>EDB</i>	Ustalona jako ΔEVA ($EVA_{SEZ} - EVA_{nSEZ}$)
Wartość nominalna	281 460,00 zł	37 023,02 zł
Wartość zdyskontowana	237 764,76 zł	42 410,70 zł
Wartość puli zwolnienia podatkowego	Ustalona zgodnie z przepisami	Ustalona zgodnie z opracowaną metodą
Według wartości nominalnych	27 997 161,66 zł	27 997 161,66 zł
Według wartości zdyskontowanych	26 566 751,48 zł	26 263 741,54 zł
Udział wykorzystanego zwolnienia w całkowitej puli	Na podstawie danych ustalonych zgodnie z przepisami	Na podstawie danych ustalonych zgodnie z opracowaną metodą
Według wartości nominalnych	1,01%	0,13%
Według wartości zdyskontowanych	0,89%	0,16%

Źródło: Opracowanie własne.

W przypadku Spółki 3 w nietypowy sposób ukształtowała się nominalna i zdyskontowana wartość *PANV* – odmiennie niż w pozostałych przypadkach wartość zdyskontowana jest wyższa niż nominalna. Wynika to z tego, że dodatnia wartość ΔEVA uzyskana w pierwszych latach działalności została pomniejszona o wartości ujemne występujące w kolejnych latach. Z uwagi na to, że dyskontowanie w dużo większym stopniu zmniejsza wartości raportowane w późniejszych okresach niż te w początkowych latach, w ujęciu zdyskontowanym początkowe korzyści zostały zmniejszone późniejszymi stratami w mniejszym stopniu niż w ujęciu nominalnym.

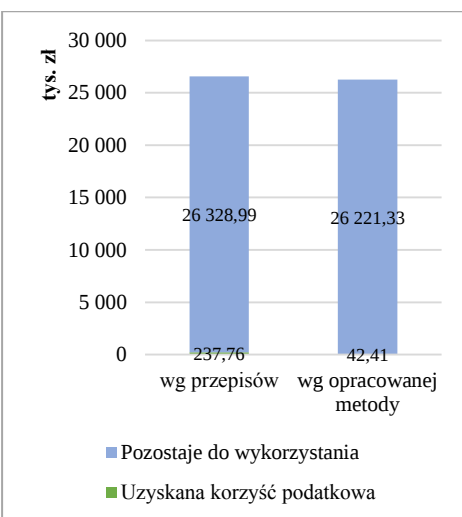
Na podstawie powyższych kalkulacji stwierdzono, że wartość zwolnienia podatkowego ustalonego zgodnie z opracowaną metodą jest znacząco niższa niż jego wartość ustalona na podstawie przepisów. Dodatkowo można zauważyć, że różnica w wynikach kalkulacji dokonanej zgodnie z przepisami i na podstawie opracowanej metody jest – inaczej niż w pozostałych studiach przypadków – mniejsza w wartościach zdyskontowanych niż nominalnych.

Wzajemne proporcje pomiędzy wartością *EDB* i ΔEVA w wartościach nominalnych i zdyskontowanych przedstawiono na wykresie 15. Z kolei porównanie stosunkowej wartości zwolnienia podatkowego, tj. wartości zwolnienia kalkulowanej w porównaniu do wartości poniesionych nakładów inwestycyjnych przedstawiono na wykresie 16.



Wykres 15. Sumaryczna wartość zwolnienia podatkowego (ustalona jako *EDB*) oraz sumaryczny przyrost wartości przedsiębiorstwa (ustalony jako *ΔEVA*) dla Spółki 3 w latach 2014-2019 w ujęciach nominalnym i zdyskontowanym

Źródło: Opracowanie własne.



Wykres 16. Wartość uzyskanego i pozostałego do wykorzystania zwolnienia podatkowego ustalonego według przepisów i według opracowanej metody dla Spółki 3 za lata 2014-2019 w ujęciu zdyskontowanym

Źródło: Opracowanie własne.

Zaprezentowane na wykresie 16 dane wskazują, że zdyskontowana wartość puli zwolnienia podatkowego ustalona na podstawie obowiązujących przepisów jest nieznacznie wyższa niż wartość tej puli zdyskontowanej przy użyciu stóp dyskontowych ustalonych w opracowanej metodzie ($WACC_{SEZ}$). Natomiast wartość uzyskanego zwolnienia podatkowego ustalona według opracowanej metody jest niższa niż wartość określana na podstawie przepisów. To z kolei oznacza, że w przypadku zastosowania metody szacowania ekonomicznej wartości zwolnienia w strefie stopień wykorzystania puli zwolnienia podatkowego byłby niższy (0,16%) niż ten ustalany na podstawie przepisów (0,89%).

4.5. Analiza struktury i dynamiki wartości pomocy publicznej spółki z branży maszynowej (studium przypadku 4)

Spółka z branży maszynowej (dalej: Spółka 4) działa w Katowickiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej od 1998 r. na podstawie zezwolenia wydanego w czerwcu 1998 r. Spółka 4 produkuje linie technologiczne oraz oprzyrządowanie dla branży motoryzacyjnej, lotniczej i kolejowej. Początkowo działała w ramach grupy ka-

pitalowej o zasięgu europejskim z kapitałem włoskim, która została następnie przejęta przez koncern globalny z siedzibą główną w Chinach. Szczegółowe warunki otrzymanego przez Spółkę 4 zezwolenia prezentuje tabela 35.

Tabela 35. Warunki zezwolenia posiadanego przez Spółkę 4

Zezwolenia	Miesiąc wydania	Przysługująca intensywność pomocy	Wartość kosztów kwalifikowanych	
			Min	Max
Zezwolenie nr 1	06.1998	65%	2,261 mln ECU	–

Źródło: Opracowanie własne.

Spółka 4 korzystała ze zwolnienia na bardzo specyficznych zasadach i z tego powodu została wybrana do niniejszego badania. Pierwotnie bowiem Spółka 4 według zasad obowiązujących w momencie udzielenia jej zezwolenia uzyskała zwolnienie podatkowe bez ograniczenia kwotowego obowiązujące do końca okresu, na który została początkowo ustanowiona Katowicka Specjalna Strefa Ekonomiczna, tj. do 8 sierpnia 2016 r. Przez pierwszą połowę okresu, na jaki została ustanowiona Katowicka Specjalna Strefa Ekonomiczna (tj. 10 lat), zwolnienie obejmowało całość dochodu Spółki 4, ale po upływie tego okresu dochody miały być zwolnione tylko w 50%. Jednak po wejściu w życie ustawy nowelizującej opisaną w podrozdziale 1.2 zwolnienie przysługujące Spółce 4, posiadającej status średniego przedsiębiorcy w momencie akcesji Polski do Unii Europejskiej, zostało ograniczone czasowo do końca 2010 r. Warunki zwolnienia w tym okresie nie uległy zmianie, co miało stanowić preferencyjne traktowanie małych i średnich przedsiębiorców w stosunku do:

- dużych podmiotów z zezwoleniami wydanymi przed 2001 r., którym nie skrócono okresu zwolnienia, ale ograniczono je do 50% lub 75% (w zależności od daty uzyskania zezwolenia) kosztów inwestycji poniesionych do dnia 31 grudnia 2006 r. oraz
- przedsiębiorców uzyskujących zezwolenie od 2001 r., tj. już na nowych zasadach, co w przypadku średnich podmiotów z województwa śląskiego oznaczało przyznanie zwolnienia o wartości 65% poniesionych kosztów inwestycji.

Ostatecznie po 2010 r. Spółka 4 dokonała weryfikacji wykorzystanej wartości zwolnienia, która wykazała, że zasady, które dla Spółki 4 miały być bardziej atrakcyjne niż dla dużych przedsiębiorców czy dla przedsiębiorców korzystających z nowych regulacji, okazały się mniej korzystne. W efekcie Spółka 4 wystąpiła do Dyrektora Izby Skarbowej z wnioskiem o wydanie interpretacji indywidualnej przepisów prawa podatkowego, w którym zapytała, czy po dniu 31 grudnia 2010 r. może korzystać ze zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych już na zasadach obowiązujących małych i średnich przedsiębiorców w dniu akcesji Polski do Unii Europejskiej. Z uwagi na otrzymaną pozytywną interpretację od 2011 r. Spółka 4 nadal korzystała ze zwolnienia podat-

kowego aż do wyczerpania przysługującej jej puli zwolnienia wynoszącej 65% poniesionych kosztów inwestycji. Jednocześnie kalkulując wysokość dostępnego zwolnienia podatkowego, uwzględniła zasady wynikające w większości z otrzymanego rozstrzygnięcia. Po pierwsze intensywność pomocy przyjęto na poziomie 50% powiększone o 15 punktów procentowych przysługujących małym i średnim przedsiębiorcom zgodnie z regulacjami obowiązującymi w momencie akcesji Polski do Unii Europejskiej. Po drugie za koszty kwalifikowane przyjęto wszystkie poniesione przez Spółkę 4 wydatki inwestycyjne kwalifikujące się do objęcia pomocą, tzn. również tę część tych wydatków, która przewyższa kwotę wydatków inwestycyjnych określoną w zezwoleniu. Po trzecie z uwagi na brak szczegółowego rejestru dat poniesionych kosztów inwestycji (do którego prowadzenia Spółka 4 nie była zobowiązana) wydatki z danego roku/półroczna przypisano zbiorczo do ostatniego miesiąca w danym okresie, żeby uniknąć ryzyka zawyżenia wartości przysługującej pomocy publicznej. Po czwarte przy kalkulacji wykorzystanej pomocy uwzględniono pomoc uzyskaną w związku ze zwolnieniem dochodu osiągniętego do dnia 31 grudnia 2010 r. Jednak w tej kalkulacji – podobnie jak tzw. duzi przedsiębiorcy – przy ustalaniu dopuszczalnej wielkości pomocy publicznej Spółka 4 uwzględniła wyłącznie wielkość pomocy publicznej, jaką uzyskała od dnia 1 stycznia 2001 r., z wyłączeniem pomocy publicznej wynikającej z deklaracji podatkowej złożonej za 2000 r.

Pula zwolnienia ustalona w powyższy sposób starczyła Spółce 4 do 2014 r., w związku z czym analizę przeprowadzono w przypadku tej spółki za okres 1998-2014.

W 2014 r. (tj. na koniec okresu objętego badaniem) Spółka 4 zatrudniała 180 pracowników. Podstawowe dane finansowe Spółki 4 za ostatni rok objęty badaniem przedstawia tabela 36.

Tabela 36. Podstawowe dane finansowe Spółki 4 za ostatni rok objęty badaniem (2014 r.)

Dane finansowe Spółki 4	2014
Przychody netto ze sprzedaży (mln zł)	145,97
Zysk (strata) netto (mln zł)	33,91
EBIT (mln zł)	31,59
Marża EBIT (%)	21,64
EBITDA (mln zł)	34,01
Marża EBITDA (%)	23,30
Aktywa ogółem (mln zł)	198,64
Aktywa obrotowe (mln zł)	163,26
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania ogółem (mln zł)	60,84
Kapitał własny (mln zł)	137,80
Przepływy pieniężne netto (mln zł)	64,63

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdania finansowego Spółki 4 za 2014 r.

Na podstawie otrzymanych od Spółki 4 danych przeprowadzono symulację zastosowania metody szacowania ekonomicznej wartości zwolnienia w strefie. W tym celu zastosowano standardowy zestaw korekt opisany w podrozdziale 4.1, aby móc oszacować wartość EVA_{nSEZ} dla Spółki 4.

W zakresie szacowania kosztu kapitału własnego jako podmiot referencyjny dla Spółki 4 została wybrana spółka Hydrotor S.A., której akcje są notowane na GPW od 17 marca 1998 r., działająca w pokrewnej branży. Hydrotor S.A. jest producentem nowoczesnych rozwiązań hydrauliki siłowej, mających zastosowanie w rolnictwie oraz przemyśle: maszynowym, budowlanym, wydobywczym, energetycznym i samochodowym²²³. Następnie dokonano porównania wielkości kapitału podstawowego obu podmiotów (Spółki 4 oraz Hydrotor S.A.) na podstawie danych dostępnych w Krajowym Rejestrze Sądowym²²⁴. Wyniki tego porównania prezentuje tabela 37.

Tabela 37. Wielkość kapitału podstawowego Spółki 4 oraz Hydrotor S.A. w okresie objętym badaniem

Okres	Wartość kapitału podstawowego Spółki 4	Wartość kapitału podstawowego Hydrotor S.A.
Od 24.06.2002		5 008 600,00 zł
Od 31.03.2003		
Od 16.09.2004	1 121 370,00 zł	
Od 20.01.2005	1 139 311,92 zł	4 796 600,00 zł
Od 17.06.2009	6 408 629,55 zł	
Od 03.01.2011	6 760 739,73 zł	

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych dostępnych w Krajowym Rejestrze Sądowym, <https://ekrs.ms.gov.pl/web/wyszukiwarka-krs/strona-glowna/> (dostęp: 8.02.2022).

W efekcie powyższego porównania stwierdzono, że Hydrotor S.A. może zostać przyjęta jako spółka referencyjna dla Spółki 4 z uwagi na działalność w pokrewnej branży oraz niezbyt rozbieżną skalę działalności ustaloną na podstawie wielkości kapitału własnego.

W konsekwencji na podstawie notowań akcji Hydrotor S.A. w okresie działalności Spółki 4 w strefie (tj. 1998-2014) wyliczono wartość współczynnika β pomiędzy notowaniami Hydrotor S.A. i WIG. Wyliczony na tej podstawie współczynnik β wyniósł 0,85. Następnie przy wykorzystaniu modelu CAPM oraz opisanych w podrozdziale 4.1 założeń oszacowano wartość kosztu kapitału własnego w ujęciu rocznym, co zaprezentowano w tabeli 38.

²²³ <https://www.gpw.pl/spolka?isin=PLHDRTR00013#quotationsTab> (dostęp: 8.02.2022).

²²⁴ <https://ekrs.ms.gov.pl/web/wyszukiwarka-krs/strona-glowna/> (dostęp: 8.02.2022).

Tabela 38. Wyliczenie wartości kosztu kapitału własnego w ujęciu rocznym dla Spółki 4 na podstawie danych Hydrotor S.A. w latach 1998-2015

Rok	Stopa wolna od ryzyka	Premia za ryzyko	Koszt kapitału własnego
	r_f	$(r_m - r_f)$	$k_E = r_f + (r_m - r_f)\beta$
1998	18,68%	2,39%	20,70%
1999	13,25%	2,39%	15,26%
2000	17,65%	2,39%	19,67%
2001	14,59%	2,39%	16,60%
2002	8,13%	2,39%	10,15%
2003	5,43%	2,39%	7,45%
2004	6,65%	2,39%	8,67%
2005	4,83%	2,39%	6,84%
2006	4,22%	2,39%	6,24%
2007	4,78%	2,39%	6,80%
2008	6,36%	2,39%	8,38%
2009	4,71%	2,39%	6,73%
2010	3,99%	2,39%	6,01%
2011	4,50%	2,39%	6,51%
2012	4,41%	2,39%	6,43%
2013	2,91%	2,39%	4,93%
2014	2,45%	2,39%	4,47%
2015	1,69%	2,39%	3,70%

Źródło: Obliczenia własne.

W wyniku dokonania opisanych powyżej korekt ustalono wartość EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} dla Spółki 4 w poszczególnych latach okresu objętego analizą. Następnie wyliczono wartość wskaźnika $PANV$, tj. różnicę między EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} , a otrzymane wyniki porównano z wartością EDB ustaloną dla poszczególnych lat. Wyniki wyliczeń w ujęciu nominalnym zostały zaprezentowane w tabeli 39.

Tabela 39. EVA_{SEZ} i EVA_{nSEZ} oraz wartość wskaźnika $PANV$ i EDB dla Spółki 4 w latach 1998-2014 w ujęciu nominalnym (zł)

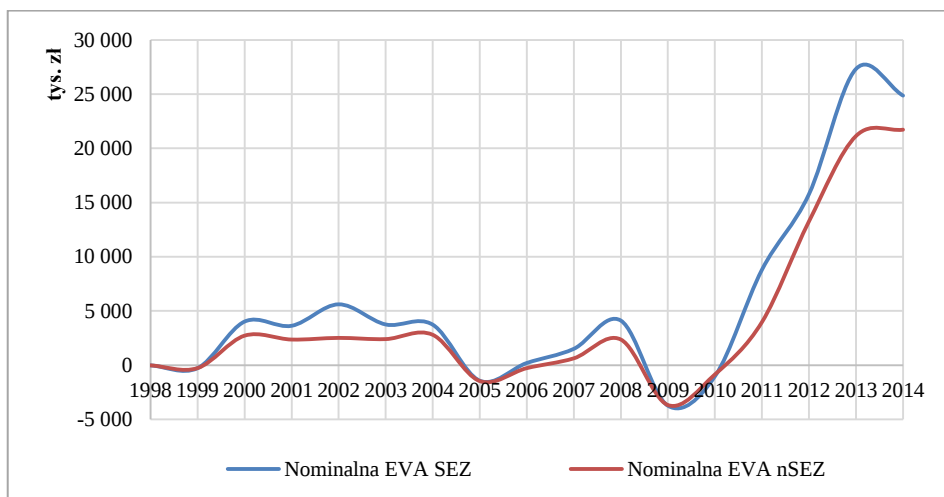
Rok	EVA_{SEZ}		EVA_{nSEZ}		EDB – wartość pomocy zgodnie z przepisami	$PANV = \Delta EVA$ ($EVA_{SEZ} - EVA_{nSEZ}$)	Różnica między EDB a $PANV$
	rocznie	kumulatorywnie	rocznie	kumulatorywnie			
1	2	3	4	5	6	7	8
1998	-20 967,03	-20 967,03	-20 967,03	-20 967,03	0,00	0,00	0,00
1999	-277 150,53	-298 117,56	-273 748,53	-294 715,56	0,00	-3 402,00	3 402,00
2000	4 019 316,09	3 721 198,53	2 720 001,09	2 425 285,53	0,00	1 299 315,00	-1 299 315,00
2001	3 630 035,02	7 351 233,55	2 360 173,02	4 785 458,55	1 304 087,00	1 269 862,00	34 225,00
2002	5 607 937,86	12 959 171,41	2 512 004,86	7 297 463,41	3 130 881,00	3 095 933,00	34 948,00
2003	3 750 514,34	16 709 685,75	2 401 577,34	9 699 040,75	1 386 315,00	1 348 937,00	37 378,00
2004	3 732 656,66	20 442 342,41	2 798 869,66	12 497 910,41	976 049,00	933 787,00	42 262,00

cd. tabeli 39

1	2	3	4	5	6	7	8
2005	-1 435 983,91	19 006 358,50	-1 469 616,87	11 028 293,54	77 723,00	33 632,96	44 090,04
2006	196 178,85	19 202 537,35	-276 818,35	10 751 475,19	527 729,00	472 997,20	54 731,80
2007	1 503 386,75	20 705 924,10	628 472,27	11 379 947,46	915 524,00	874 914,48	40 609,52
2008	4 109 832,98	24 815 757,08	2 359 232,78	13 739 180,24	1 792 347,00	1 750 600,20	41 746,80
2009	-3 742 482,02	21 073 275,06	-3 682 529,78	10 056 650,46	0,00	-59 952,24	59 952,24
2010	-1 031 897,71	20 041 377,35	-858 201,15	9 198 449,31	133 712,00	-173 696,56	307 408,56
2011	8 798 727,11	28 840 104,46	3 970 569,95	13 169 019,26	5 136 872,00	4 828 157,16	308 714,84
2012	15 768 483,67	44 608 588,12	13 258 910,07	26 427 929,32	2 563 359,00	2 509 573,60	53 785,40
2013	27 324 955,66	71 933 543,79	21 139 585,92	47 567 515,24	6 241 145,00	6 185 369,75	55 775,25
2014	24 865 271,15	96 798 814,94	21 720 412,13	69 287 927,37	3 201 136,58	3 144 859,02	56 277,56
SUMA	96 798 814,94		69 287 927,37		27 386 879,58	27 510 887,57	-124 007,99

Źródło: Obliczenia własne.

Powyższe wyniki zostały zilustrowane na wykresie 17.

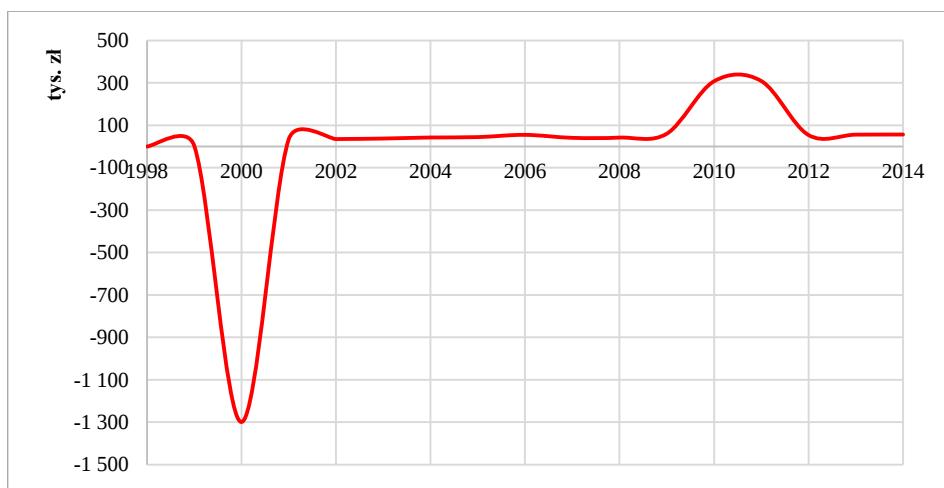


Wykres 17. Wartość EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} dla Spółki 4 w latach 1998-2014 w ujęciu nominalnym

Źródło: Opracowanie własne.

Na wykresie 17 widoczne jest znaczące zwiększenie wartości EVA_{SEZ} i EVA_{nSEZ} od 2011 r. Wzrost ten wynika z istotnego zwiększenia skali działalności w tym okresie, co widoczne jest w znaczącym zwiększeniu przychodów ze sprzedaży, których wartość wzrosła w 2011 r. o 138% w stosunku do 2010 r. i w kolejnych latach pozostała już na podobnym, zwiększonym poziomie.

Rozkład różnicy między wartością EDB ustaloną zgodnie z przepisami a wartością wskaźnika $PANV$ (tj. różnicą między EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ}) w poszczególnych latach ilustruje wykres 18.



Wykres 18. Różnica między wartością *EDB* a wartością wskaźnika *PANV* dla Spółki 4 w latach 1998-2014 w ujęciu nominalnym

Źródło: Opracowanie własne.

Na wykresie 18 jednoznacznie widać, że różnica między *EDB* a *PANV* jest w miarę stała i ma niską wartość z wyłączeniem dwóch okresów – 2000 r. i lat 2010-2011. W 2000 r. Spółka 4 zgodnie z uzyskaną interpretacją indywidualną zaraportowała pomoc publiczną o wartości 0, mimo skorzystania ze zwolnienia, stąd takie różnice w wartościach. Z kolei w 2010 r. i 2011 r. Spółka 4, gdyby nie działała w strefie, miałaby prawo do odliczenia dużej straty zanotowanej w 2009 r. Natomiast w przypadku korzystania ze zwolnienia strefowego i w efekcie braku prawa do odliczenia straty wygenerowanej w 2009 r. głównie w ramach działalności strefowej, Spółka 4 zgodnie z przepisami zaraportowała zawyżone wykorzystanie pomocy publicznej. Stąd w tych latach *EDB* przekraczał *PANV* w stopniu wyższym niż w pozostałym okresie.

Następnie, podobnie jak w poprzednich studiach przypadków, czynniki składające się na wartość *PANV* w poszczególnych latach podzielono na poszczególne elementy zwane również czynnikami wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Rozkład wartości tych elementów w poszczególnych latach dla Spółki 4 przedstawia tabela 40.

Tabela 40. Wartość czynników wzrostu wartości przedsiębiorstwa dla Spółki 4 w latach 1998-2014 (zł)

Rok	ΔEVA ($EVA_{SEZ} - EVA_{nSEZ}$)	Czynniki wzrostu wartości przedsiębiorstwa, gdy SEZ		
		Sumaryczny przyrost tarczy podatkowej pozaodsetkowej*	Koszty indukowane	Przyrost tarczy podatkowej odsetkowej
1998	0,00	0,00	0,00	0,00
1999	-3 402,00	12 024,67	-3 402,00	-12 024,67
2000	1 299 315,00	1 359 894,10	-44 088,00	-16 491,10
2001	1 269 862,00	1 343 447,73	-48 540,00	-25 045,73
2002	3 095 933,00	3 170 582,50	-48 540,00	-26 109,50
2003	1 348 937,00	1 400 231,40	-51 204,00	-90,40
2004	933 787,00	994 659,25	-52 176,00	-8 696,25
2005	33 632,96	104 511,38	-54 434,04	-16 444,38
2006	472 997,20	613 297,99	-55 576,80	-84 723,99
2007	874 914,48	1 014 139,09	-56 132,52	-83 092,09
2008	1 750 600,20	1 886 157,43	-57 535,80	-78 021,43
2009	-59 952,24	0,00	-59 952,24	0,00
2010	-173 696,56	-107 161,15	-62 050,56	-4 484,85
2011	4 828 157,16	5 056 126,23	-63 663,84	-164 305,23
2012	2 509 573,60	2 670 168,50	-66 401,40	-94 193,50
2013	6 185 369,75	6 271 674,50	-68 858,25	-17 446,50
2014	3 144 859,02	3 222 665,43	-69 477,98	-8 328,43
SUMA	27 510 887,57	29 012 419,05	-862 033,43	-639 498,05

* M.in. z tytułu zwolnienia podatkowego strefowego, odliczenia strat z lat poprzednich itp.

Źródło: Obliczenia własne.

W tabeli 40 również widoczny jest opisany w podrozdziale 3.3 efekt „wypierania” tarczy odsetkowej przez tarcze pozaodsetkowe, w tym przypadku przede wszystkim przez tarczę podatkową wynikającą z zastosowania zwolnienia podatkowego w strefie. Taka sytuacja widoczna jest we wszystkich latach działalności Spółki 4 w strefie z wyłączeniem lat 1998 oraz 2009. W 1998 r. Spółka 4 nie poniosła żadnych kosztów finansowania dłużnego. Z kolei w 2009 r. Spółka 4 poniosła znaczącą stratę przekraczającą wartość kosztów długu w tym okresie, co uniemożliwiło jej wykorzystanie zarówno tarczy podatkowej odsetkowej, jak i pozostałych rodzajów osłony podatkowej. W każdym z pozostałych okresów wartość tarczy podatkowej odsetkowej jest mniejsza w przypadku działalności w strefie niż w scenariuszu prowadzenia tej działalności poza strefą.

W dalszej kolejności w celu wyliczenia wartości zdyskontowanych oszacowano wartość średniego ważonego kosztu kapitału w poszczególnych latach zarówno jako $WACC_{SEZ}$, jak i $WACC_{nSEZ}$. Kalkulacji tej dokonano analogicznie jak w poprzednich przypadkach, z tym że dla kapitału własnego przyjęto wartość kosztu oszacowaną zgodnie z modelem CAPM na podstawie danych spółki referencyjnej Hydrotor S.A. przedstawioną w tabeli 38.

Oszacowanie średniego ważonego kosztu kapitału zostało podsumowane w tabeli 41.

Tabela 41. Oszacowanie średniego ważonego kosztu kapitału dla Spółki 4 w latach 1998-2015 (zł)

Rok	Suma długu i kapitału (stan na 31 grudnia danego roku)	Kalkulacja $WACC_{SEZ}$		Kalkulacja $WACC_{nSEZ}$		
		Suma kosztów nominalnych	$WACC_{SEZ}$	Stawka podatku (T)	Suma kosztów nominalnych netto ($1 - T$)	$WACC_{nSEZ}$
1998*	100 000,00	0,00	0,00%	36,00%	0,00	0,00%
1998	1 238 359,54	260 793,52	21,06%	36,00%	250 460,55	20,23%
1999	5 338 145,55	901 590,15	16,89%	34,00%	647 731,45	12,13%
2000	10 725 287,27	2 131 011,19	19,87%	30,00%	1 800 649,25	16,79%
2001	14 031 392,87	2 411 557,04	17,19%	28,00%	2 192 057,03	15,62%
2002	16 445 531,15	1 669 462,64	10,15%	28,00%	1 669 048,99	10,15%
2003	21 490 254,75	1 600 119,09	7,45%	27,00%	1 599 821,80	7,44%
2004	33 404 363,17	2 817 959,47	8,44%	19,00%	2 728 843,44	8,17%
2005	32 315 683,18	2 225 042,31	6,89%	19,00%	2 162 626,27	6,69%
2006	34 511 876,41	2 139 799,62	6,20%	19,00%	2 084 664,08	6,04%
2007	46 132 179,82	3 042 423,68	6,60%	19,00%	2 892 630,79	6,27%
2008	40 056 637,77	3 355 098,43	8,38%	19,00%	3 355 096,66	8,38%
2009	44 281 806,88	2 980 558,15	6,73%	19,00%	2 980 551,68	6,73%
2010	52 859 496,89	3 198 608,26	6,05%	19,00%	3 115 228,11	5,89%
2011	117 807 220,31	7 497 951,33	6,36%	19,00%	6 822 979,94	5,79%
2012	73 460 371,69	4 735 455,13	6,45%	19,00%	4 714 613,98	6,42%
2013	104 260 782,99	5 137 574,49	4,93%	19,00%	5 133 673,77	4,92%
2014	137 811 408,39	6 156 773,86	4,47%	19,00%	6 156 654,58	4,47%
2015	151 949 617,92	5 604 990,61	3,69%	19,00%	5 577 802,55	3,67%

* Stan na marzec.

Źródło: Obliczenia własne.

Tak oszacowany średni ważony koszt kapitału został wykorzystany do wyliczenia wartości NPV_{PANV} (tj. ΔMVA) według wzoru (30) zaprezentowanego w podrozdziale 3.2. Oznacza to, że w pierwszej kolejności wartości EVA_{SEZ} w poszczególnych latach zdyskontowano przy użyciu $WACC_{SEZ}$, natomiast wartości roczne EVA_{nSEZ} zdyskontowano przy użyciu $WACC_{nSEZ}$ i w ostatnim kroku wyliczono różnicę między obydwoma wartościami w poszczególnych latach. Zgodnie z odpowiednimi regułami dotyczącymi ustalenia momentu otrzymania pomocy publicznej, jak i dyskontowania odpowiednie wartości zostały przypisane do marca roku kolejnego.

Następnie dokonano porównania różnic pomiędzy zdyskontowaną EVA_{SEZ} a zdyskontowaną EVA_{nSEZ} (tj. ΔEVA) ze zdyskontowaną wartością zwolnienia z podatku dochodowego ustaloną zgodnie z przepisami (tj. EDB) w poszczególnych latach. W tym kontekście rozstrzygnięcia wymagało, czy dla celów porównania wielkości rocznych oraz wyliczenia sumarycznej korzyści za okres działalności w strefie należy uwzględnić wartości ΔEVA osiągnięte przez Spółkę 4 w latach 1998-2000. Powyższy dylemat wynika z dwóch powodów. Po pierwsze, jak wspomniano na początku podrozdziału 4.5, z uwagi na brak historycznych danych Spółka 4 ma zarejestrowane koszty kwalifikowane dopiero od stycznia 2001 r., czyli za wcześniejsze okresy nie posiadała puli zwolnienia, która uprawniałaby ją do korzystania z pomocy publicznej. Po drugie, zgodnie z przepisami ustawy nowelizującej, przy ustalaniu dopuszczalnej wielkości pomocy publicznej Spółka 4 uwzględniła wyłącznie wielkość pomocy publicznej, jaką uzyskała od dnia 1 stycznia 2001 r., z wyłączeniem pomocy publicznej wynikającej z deklaracji podatkowej złożonej za 2000 r.

Pierwszy element wydaje się bezsporny – zwolnienie można wykorzystać wyłącznie, jeśli pozwala na to pula pomocy publicznej wykreowana na podstawie poniesionych do danego momentu kosztów kwalifikowanych. W związku z tym – podobnie jak w innych studiach przypadków, w których pojawiały się braki puli w dalszych okresach – wartości ΔEVA za lata 1998 i 1999 wyłączono z wyliczenia dla celów ustalenia wyników za cały okres działalności Spółki 4 w strefie. Jednak dla celów porównania uzyskanych wielkości w danym roku wartości ΔEVA za lata 1998 i 1999 zostały uwzględnione, podobnie jak w przypadku porównania wartości nominalnych.

Natomiast drugie z opisanych uwarunkowań, wpływające na sposób ujęcia ΔEVA za 2000 r., budzi więcej wątpliwości. Ostatecznie przyjęto tu założenie, że specyficzny sposób traktowania 2000 r. u podmiotów strefowych w sytuacji analogicznej do Spółki 4 jest jednym z elementów ustalania EDB według przepisów i nie musi lub nawet nie powinien być brany pod uwagę w opracowanej metodzie, która ma na celu odzwierciedlenie rzeczywistej wartości korzyści strefowej, czyli z pominięciem elementów ją zniekształcających. W rezultacie ΔEVA za 2000 r. została uwzględniona zarówno w porównaniu rocznym, jak i w wyliczeniach sumarycznych za cały okres działalności Spółki 4 w strefie.

Podsumowanie otrzymanych wyników przedstawia tabela 42.

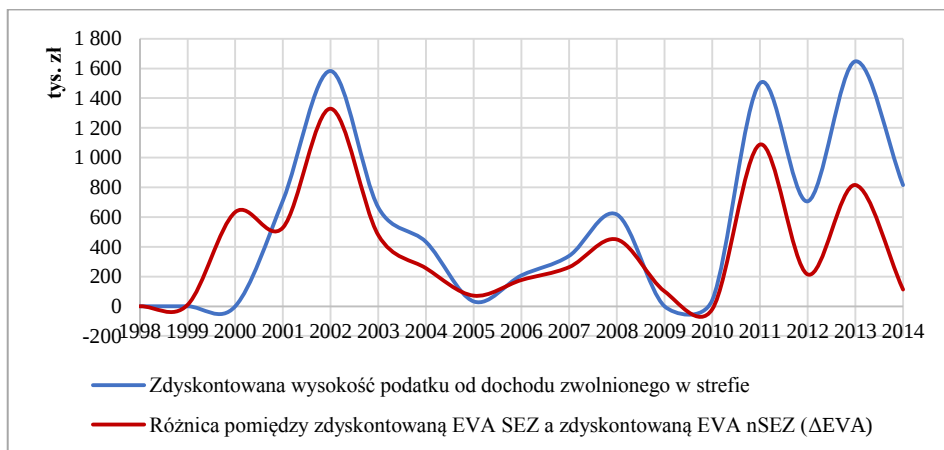
Tabela 42. Wartości zdyskontowane EVA_{SEZ} i EVA_{nSEZ} oraz wyliczenie wartości ΔEVA oraz wartości EDB dla Spółki 4 w latach 1998-2014 (zł)

Miesiąc	Zdyskontowana EVA_{SEZ}	Zdyskontowana EVA_{nSEZ}	Różnica pomiędzy zdyskontowaną EVA_{SEZ} a zdyskontowaną EVA_{nSEZ} (ΔEVA)	Nominalna wysokość podatku od dochodu zwolnionego w strefie*	Zdyskontowana wysokość podatku od dochodu zwolnionego w strefie
03-1999	-18 113,13	-18 402,48	289,35	0,00	0,00
03-2000	-200 977,31	-210 506,13	9 528,81	0,00	0,00
03-2001	2 409 171,94	1 775 513,07	633 658,87	0,00	0,00
03-2002	1 866 667,14	1 337 114,11	529 553,02	1 304 087,00	712 026,42
03-2003	2 624 059,65	1 294 998,21	1 329 061,45	3 130 881,00	1 582 652,45
03-2004	1 625 386,56	1 147 447,26	477 939,30	1 386 315,00	663 811,61
03-2005	1 492 960,18	1 237 242,09	255 718,09	976 049,00	432 700,32
03-2006	-537 158,50	-608 691,15	71 532,65	77 723,00	32 357,65
03-2007	68 916,14	-107 887,71	176 803,85	527 729,00	207 652,29
03-2008	492 327,99	228 891,83	263 436,16	915 524,00	339 112,32
03-2009	1 243 177,65	793 670,44	449 507,21	1 792 347,00	617 535,03
03-2010	-1 060 358,34	-1 160 833,83	100 475,49	0,00	0,00
03-2011	-275 028,21	-255 147,14	-19 881,06	133 712,00	41 225,60
03-2012	2 200 412,94	1 112 463,22	1 087 949,72	5 136 872,00	1 500 372,01
03-2013	3 711 884,71	3 497 492,58	214 392,13	2 563 359,00	706 032,49
03-2014	6 130 628,98	5 314 944,15	815 684,83	6 241 145,00	1 647 570,88
03-2015	5 345 831,45	5 233 189,16	112 642,29	3 201 136,58	815 196,18
SUMA	27 119 789,83	20 611 497,68	6 508 292,15	27 386 879,58	9 298 245,24

* (roczny dochód zwolniony w strefie) x (stawka podatku).

Źródło: Obliczenia własne.

Wzajemne zależności pomiędzy zdyskontowaną wartością EDB oraz ΔEVA w poszczególnych latach ilustruje wykres 19.



Wykres 19. Wartość EDB oraz ΔEVA dla Spółki 4 w latach 1998-2014 w ujęciu zdyskontowanym

Źródło: Opracowanie własne.

Na podstawie wykresu 19 można stwierdzić, że w początkowych latach wartości obu mierników były dość zbliżone (z wyłączeniem specyficznego 2000 r., w którym znacząca różnica między EDB a ΔEVA wynikała z pominięcia wartości zwolnienia podatkowego za ten rok przy kalkulacji EDB zgodnie z uzyskaną przez Spółkę 4 interpretacją indywidualną). Zdarzyło się nawet, że EDB było niższe od ΔEVA , co można było zaobserwować w latach 2005 i 2009, w których wartości EVA_{SEZ} i EVA_{nSEZ} były ujemne, co może zniekształcać logikę dyskontowania. W takich bowiem przypadkach różnica pomiędzy zdyskontowaną EVA_{SEZ} a zdyskontowaną EVA_{nSEZ} często bywa większa niż ta sama różnica ustalona według wartości nominalnych. Natomiast od 2011 r. widoczna była coraz większa różnica pomiędzy zdyskontowaną wartością EDB a wartością zdyskontowanej ΔEVA i ta zależność utrzymywała się do końca analizowanego okresu.

Podsumowanie powyższych wyliczeń zaprezentowano w tabeli 43.

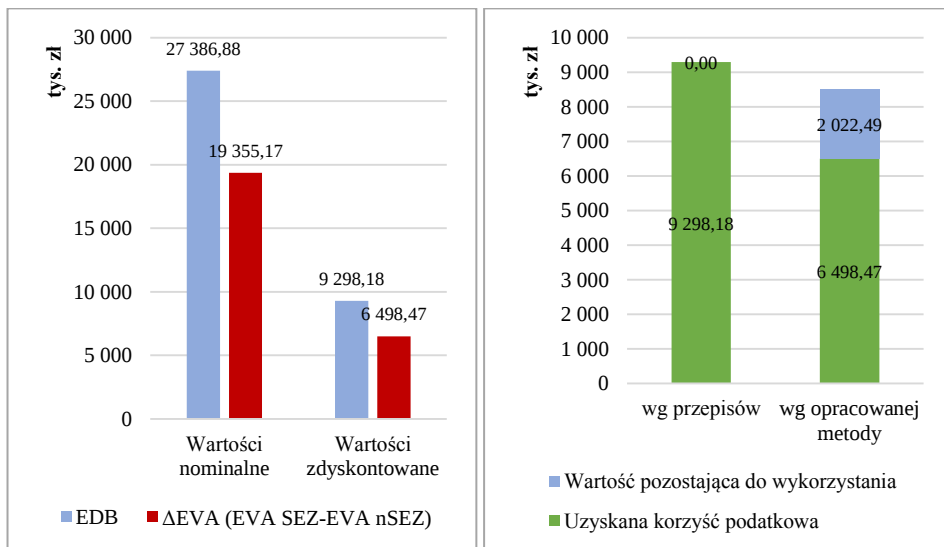
Tabela 43. Wartości zwolnienia podatkowego jako EDB i jako ΔEVA w wartościach nominalnych i zdyskontowanych w porównaniu do puli pomocy dla Spółki 4 w latach 1998-2014

Wartość zwolnienia podatkowego	Ustalona jako EDB	Ustalona jako ΔEVA ($EVA_{SEZ} - EVA_{nSEZ}$)
Wartość nominalna	27 386 879,58 zł	19 355 168,46 zł
Wartość zdyskontowana	9 298 184,27 zł	6 498 473,99 zł
Wartość puli zwolnienia podatkowego	Ustalona zgodnie z przepisami	Ustalona zgodnie z opracowaną metodą
Według wartości nominalnych	20 188 213,97 zł	20 188 213,97 zł
Według wartości zdyskontowanych	9 298 184,27 zł	8 520 968,16 zł
Udział wykorzystanego zwolnienia w całkowitej puli	Na podstawie danych ustalonych zgodnie z przepisami	Na podstawie danych ustalonych zgodnie z opracowaną metodą
Według wartości nominalnych	135,66%	95,87%
Według wartości zdyskontowanych	100,00%	76,26%

Źródło: Opracowanie własne.

Na podstawie powyższych kalkulacji stwierdzono, że wartość zwolnienia podatkowego ustalonego zgodnie z opracowaną metodą jest znacząco niższa niż jego wartość ustalona na podstawie przepisów. Dodatkowo można zauważyć, że różnica w wynikach kalkulacji dokonanej zgodnie z przepisami i na podstawie opracowanej metody jest w miarę porównywalna na wartościach zdyskontowanych i nominalnych – wartość ΔEVA stanowi ok. 70% wartości EDB zarówno w ujęciu nominalnym, jak i zdyskontowanym. Ponadto zdyskontowane wartości ΔEVA i EDB oscylują około 33% wartości nominalnych tych mierników.

Wzajemne proporcje pomiędzy wartością EDB i ΔEVA w wartościach nominalnych i zdyskontowanych przedstawiono na wykresie 20. Z kolei porównanie stosunkowej wartości zwolnienia podatkowego, tj. kalkulowanej w porównaniu do wartości poniesionych nakładów inwestycyjnych, przedstawiono na wykresie 21.



Wykres 20. Sumaryczna wartość zwolnienia podatkowego (ustalona jako EDB) oraz sumaryczny przyrost wartości przedsiębiorstwa (ustalony jako ΔEVA) dla Spółki 4 w latach 1998-2014 w ujęciach nominalnym i zdyskontowanym

Wykres 21. Wartość uzyskanego i pozostałego do wykorzystania zwolnienia podatkowego ustalonego według przepisów i według opracowanej metody dla Spółki 4 za lata 1998-2014 w ujęciu zdyskontowanym

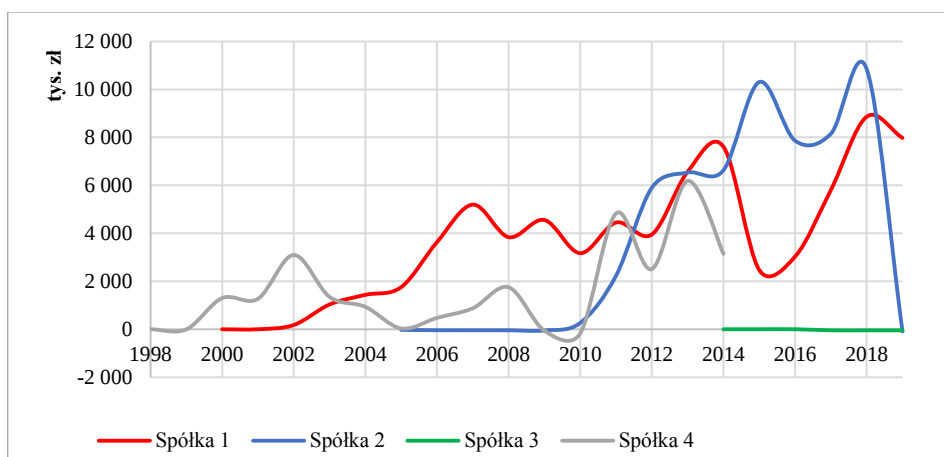
Źródło: Opracowanie własne

Źródło: Opracowanie własne.

Zaprezentowane na wykresie 21 dane wskazują, że zdyskontowana wartość puli zwolnienia podatkowego ustalona na podstawie obowiązujących przepisów jest wyższa niż wartość tej puli zdyskontowanej przy użyciu stóp dyskontowych ustalonych w opracowanej metodzie ($WACC_{SEZ}$). Natomiast wartość uzyskanego zwolnienia podatkowego ustalona według opracowanej metody jest znacząco niższa niż wartość określana na podstawie przepisów. To z kolei oznacza, że w przypadku zastosowania metody szacowania ekonomicznej wartości zwolnienia w strefie stopień wykorzystania puli zwolnienia podatkowego byłby znacząco niższy (76,26%) niż ten ustalany na podstawie przepisów (100%).

4.6. Analiza porównawcza studiów przypadku

Przeprowadzone studia przypadków pozwoliły na wysunięcie wniosków odnoszących się do wykorzystania opracowanej metody szacowania wartości pomocy publicznej w formie zwolnienia z podatku dochodowego w specjalnej strefie. W pierwszej kolejności porównano różnicę między EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} w ujęciu nominalnym dla wszystkich badanych spółek w poszczególnych latach kalendarzowych. Takie porównanie pozwoliło na weryfikację, czy występują jakieś wspólne tendencje w poszczególnych latach. Ich występowanie wskazywałoby, że otrzymane wyniki są w pewnym stopniu determinowane uwarunkowaniami zewnętrznymi. Porównanie różnicy między EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} w ujęciu nominalnym dla Spółek 1-4 w latach kalendarzowych przedstawia wykres 22.

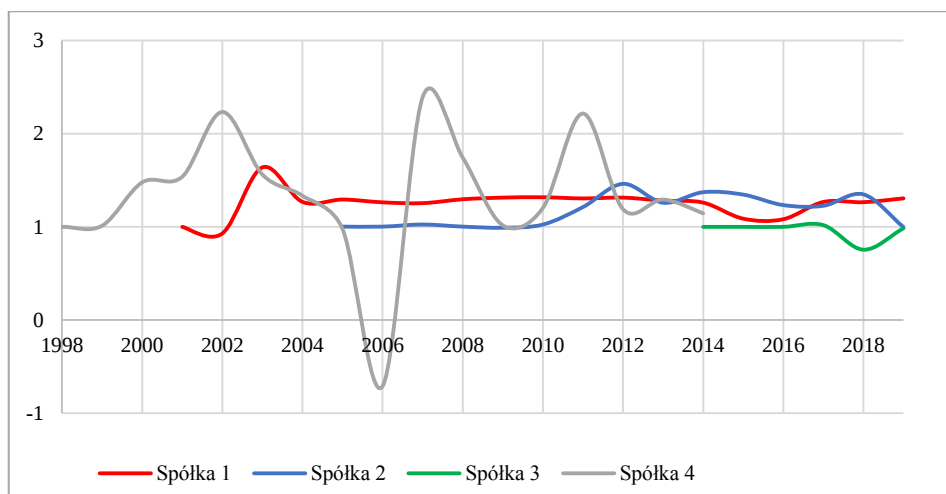


Wykres 22. Różnica między EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} w ujęciu nominalnym dla Spółek 1-4 w poszczególnych latach kalendarzowych w okresie ich działalności w strefie

Źródło: Opracowanie własne.

Z wykresu 22 wynika, że co do zasady we wszystkich badanych przypadkach EVA_{SEZ} jest wyższa niż EVA_{nSEZ} . Powyższe oznacza, że korzystanie ze zwolnienia podatkowego przyczynia się do zwiększenia wartości przedsiębiorstwa w okresie zwolnienia. Nieliczne odstępstwa od tej reguły występują głównie w przypadkach, gdy obie wartości EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} są ujemne.

Następnie dokonano kalibracji danych, obliczając wskaźnik EVA_{SEZ} / EVA_{nSEZ} . Dzięki takiemu podejściu zniwelowano wpływ różnic w skali działalności pomiędzy spółkami objętymi badaniem na uzyskane wyniki. Wartości wspomnianego wskaźnika dla wszystkich czterech badanych spółek w okresie ich działalności w strefie przedstawiono na wykresie 23.



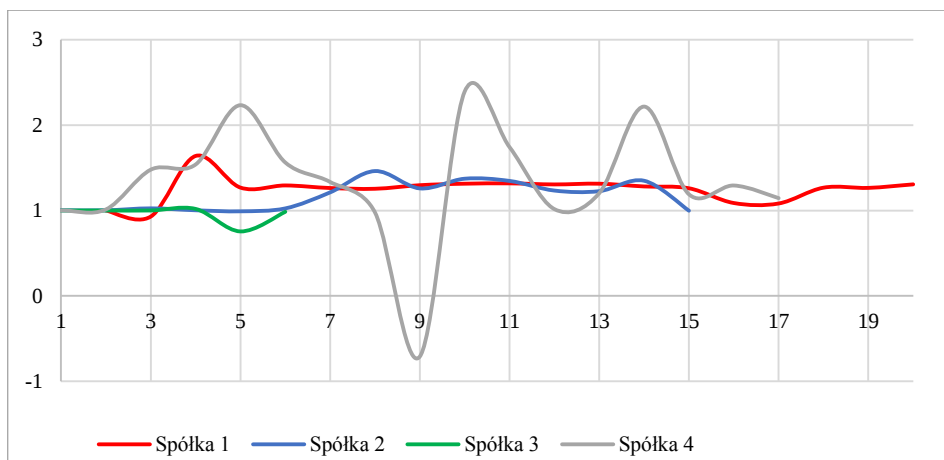
Wykres 23. Stosunkowa wartość EVA_{SEZ} do EVA_{nSEZ} w ujęciu nominalnym dla Spółek 1-4 w poszczególnych latach kalendarzowych w okresie ich działalności w strefie

Źródło: Opracowanie własne.

Wskaźnik EVA_{SEZ} / EVA_{nSEZ} przyjmuje wartości większe od 1 w przypadku, kiedy zwolnienie strefowe przyczyniło się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Przebieg krzywych na wykresie 23 jest w dużej mierze zbliżony z obrazem z poprzedniego wykresu 22, jednak ze znacznie mniejszą amplitudą wahań. Natomiast w kilku okresach wartość wskaźnika EVA_{SEZ} / EVA_{nSEZ} odbiega znacznie od wartości ΔEVA . Przykładowo dla Spółki 4 w 2006 r. wskaźnik EVA_{SEZ} / EVA_{nSEZ} przyjmuje wartość $-0,71$, podczas gdy w latach sąsiednich osiąga on wartości co najmniej 1. W tym samym okresie wartość ΔEVA dla Spółki 4 wykazuje tendencję stopniowo wzrostową, bez nagłych spadków. Powyższe wynika z tego, że w przypadku Spółki 4 w 2006 r. EVA_{SEZ} ma wartość dodatnią, a EVA_{nSEZ} wartość ujemną. Podobnie zaskakujący może być spadek wskaźnika EVA_{SEZ} / EVA_{nSEZ} dla Spółki 3 w 2018 r., podczas gdy ΔEVA na poprzednim wykresie 22 ma bardzo zbliżone wartości w latach 2014-2019. To z kolei wynika ze spadku wartości bezwzględnych EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} w 2018 r. w porównaniu do lat sąsiednich, przy zachowaniu jednak analogicznej jak w sąsiednich latach wielkości różnicy między tymi wartościami.

Ponadto na podstawie analizy wykresów 22 oraz 23 stwierdzono, że przebieg krzywych dla wszystkich badanych spółek nie wskazuje, aby na wartość wskaźnika EVA_{SEZ} / EVA_{nSEZ} miały wpływ wydarzenia o charakterze uniwersalnym (globalny kryzys ekonomiczny, sytuacja ekonomiczna w kraju itp.). W związku z tym kolejnym krokiem była analiza synchroniczna przeprowadzona poprzez zobrazowanie przebiegu powyższych wartości, zaczynając od pierw-

szego roku działalności danej spółki w strefie. To oznacza, że wyniki wszystkich badanych spółek zostały pokazane na osi X, zaczynając od pierwszego roku działalności w strefie, mimo że przykładowo Spółka 4 rozpoczęła działalność w strefie w 1998 r., a Spółka 3 w 2014 r. Przyjęte podejście pozwoliło zweryfikować, czy na wartość wskaźnika EVA_{SEZ} / EVA_{nSEZ} może mieć wpływ długość okresu działania danego podmiotu w strefie. Wyniki opisanego podejścia ilustruje wykres 24.



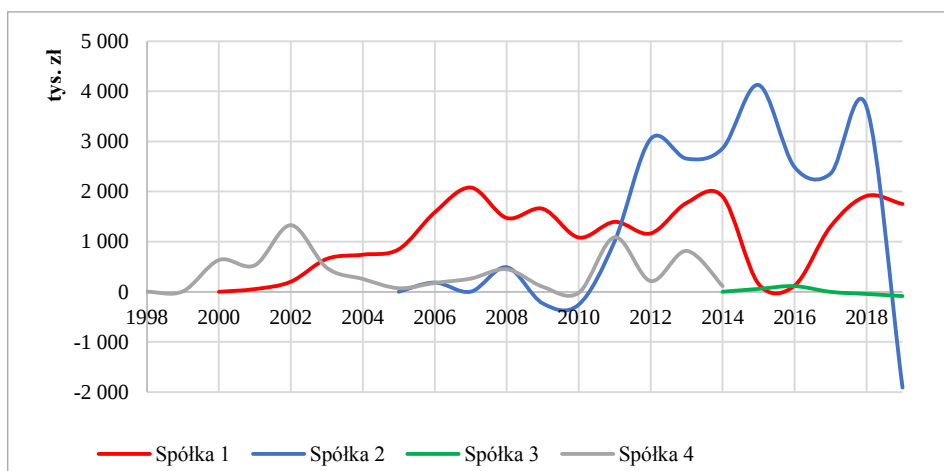
Wykres 24. Stosunkowa wartość EVA_{SEZ} do EVA_{nSEZ} w ujęciu nominalnym dla Spółek 1-4 w kolejnych latach ich działalności w strefie

Źródło: Opracowanie własne.

Krzywe obrazujące wartości wskaźnika EVA_{SEZ} / EVA_{nSEZ} w kolejnych latach działalności w strefie na wykresie 24 wykazują dużo bardziej zbieżny przebieg niż na poprzednim wykresie 23. W szczególności duża zbieżność występuje pomiędzy wartością tego wskaźnika dla Spółki 1 i Spółki 2 w okresie od dziewiątego do czternastego roku ich działalności w strefie. Obie spółki są najbardziej zbliżonymi do siebie podmiotami spośród czterech badanych zarówno pod względem skali działalności, jak i sytuacji związanej z działalnością w strefie – obie korzystają ze zwolnienia na podstawie kilku (Spółka 1 – na podstawie pięciu, Spółka – na podstawie trzech) zezwoleń i – z wyjątkiem początkowego okresu generowania strat – każdego roku wykorzystują zwolnienie w znaczącej wartości. Co ciekawe, obie Spółki rozpoczynały działalność w strefie w zupełnie różnym momencie – Spółka 1 w 2000 r., a Spółka 2 w 2005 r. Warto nadmienić, że Spółka 2 w piętnastym roku działalności kończyła wykorzystywać pulę zwolnienia na podstawie ostatniego z posiadanych zezwoleń, stąd wartość wskaźnika EVA_{SEZ} / EVA_{nSEZ} w tym roku spadła.

Dodatkowo na podstawie wykresu 24 można zaobserwować, że często (w trzech na cztery badane spółki, wyjątkiem jest Spółka 2) w okresie między trzecim a siódmym rokiem działalności w strefie zdarzają się większe różnice w wartości wskaźnika EVA_{SEZ} / EVA_{nSEZ} , z największymi wahaniami w czwartym i piątym roku działalności w strefie.

Kolejnym krokiem było dokonanie analogicznych porównań w ujęciu zdyskontowanym. W pierwszej kolejności porównaniu podlegała różnica między EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} w ujęciu zdyskontowanym w latach kalendarzowych, co przedstawiono na wykresie 25.

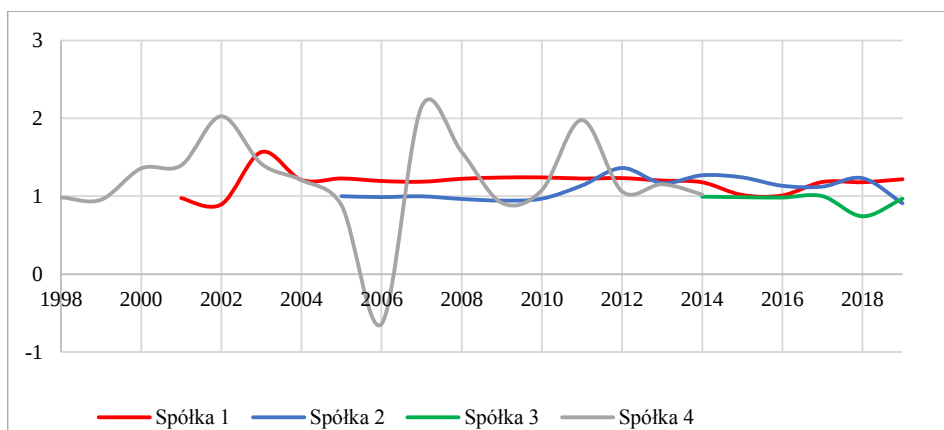


Wykres 25. Różnica między EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} w ujęciu zdyskontowanym dla Spółek 1-4 w poszczególnych latach kalendarzowych w okresie ich działalności w strefie

Źródło: Opracowanie własne.

Wykres 25 wskazuje, że w większości przypadków różnica między EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} w ujęciu zdyskontowanym jest mniejsza niż ta sama różnica w ujęciu nominalnym. Co do zasady w większości przypadków EVA_{SEZ} jest wyższa niż EVA_{nSEZ} . Powyższe oznacza, że korzystanie ze zwolnienia podatkowego przyczynia się do zwiększenia wartości przedsiębiorstwa w okresie zwolnienia. I podobnie jak w przypadku porównywania wartości nominalnych – nieliczne odstępstwa od tej reguły występują głównie w sytuacjach, gdy obie wartości EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} są ujemne.

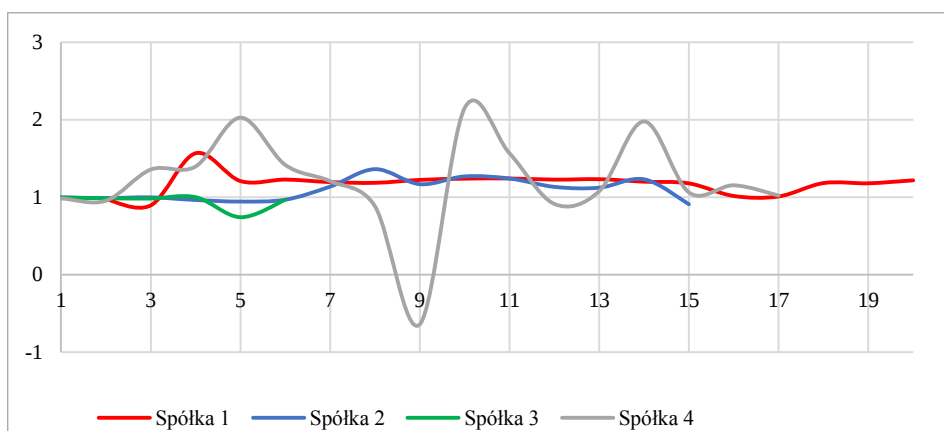
W dalszej kolejności dokonano kalibracji danych poprzez wyliczenie wartości wskaźnika EVA_{SEZ} / EVA_{nSEZ} w ujęciu zdyskontowanym. Wyniki zaprezentowano na wykresie 26.



Wykres 26. Porównanie stosunkowej wartości EVA_{SEZ} do EVA_{nSEZ} w ujęciu zdyskontowanym dla Spółek 1-4 w poszczególnych latach kalendarzowych w okresie ich działalności w strefie

Źródło: Opracowanie własne.

Przebieg krzywych na wykresie 26 jest bardzo zbliżony do krzywych z wykresu 23 obrazującego te same wartości w ujęciu nominalnym, jedynie amplituda wahań jest nieznacznie mniejsza. Z uwagi na brak wyraźnych tendencji w poszczególnych latach kalendarzowych związanych ze zjawiskami o charakterze zewnętrznym oraz brak korelacji w przebiegu krzywych poszczególnych spółek, kolejnym krokiem – podobnie jak w przypadku danych nominalnych – było porównanie wartości wskaźnika EVA_{SEZ} / EVA_{nSEZ} w ujęciu zdyskontowanym w kolejnych latach działalności tych spółek w strefie. Wyniki tego porównania ilustruje wykres 27.

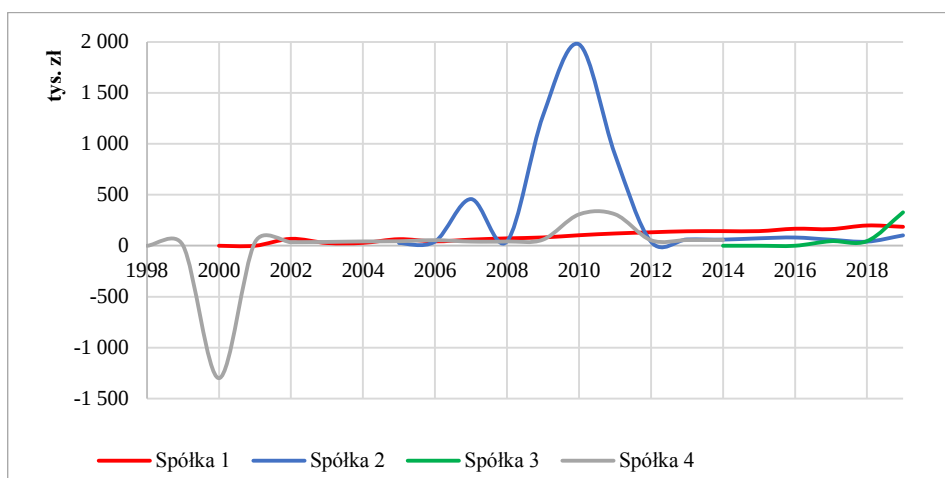


Wykres 27. Stosunkowa wartość EVA_{SEZ} do EVA_{nSEZ} w ujęciu zdyskontowanym dla Spółek 1-4 w kolejnych latach ich działalności w strefie

Źródło: Opracowanie własne.

Na wykresie 27 widoczne są te same dwa zjawiska, które zostały opisane na podstawie wykresu 24 obrazującego te same wartości w ujęciu nominalnym. Po pierwsze można zaobserwować zbliżony przebieg krzywych Spółki 1 i Spółki 2 w okresie od dziewiątego do czternastego roku działalności w strefie. Po drugie większość badanych spółek wykazuje wahnięcia wartości wskaźnika w okresie pomiędzy trzecim a siódmym rokiem działalności w strefie. Można podsumować, że dyskontowanie nie zmieniło tych tendencji, nieznacznie tylko spłaszczyło przebieg krzywych.

W dalszej kolejności dokonano porównania różnicy między wartością pomocy ustaloną zgodnie z przepisami (tj. *EDB*) z ΔEVA w ujęciu nominalnym, a wyniki przedstawiono na wykresie 28.



Wykres 28. Różnica między *EDB* a ΔEVA w ujęciu nominalnym dla Spółek 1-4 w poszczególnych latach kalendarzowych w okresie ich działalności w strefie

Źródło: Opracowanie własne.

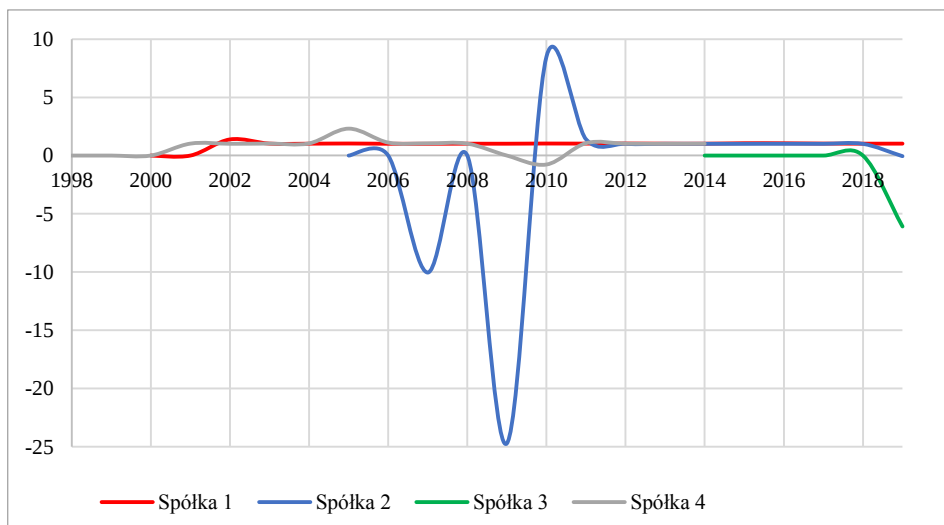
Na wykresie 28 można zaobserwować długoterminowy trend wskazujący na w miarę stałe i niezbyt wysokie wartości różnicy między *EDB* a *PANV* w ujęciu nominalnym. Wyjątkiem są pojedyncze lata: dla Spółki 2 – 2007 r. i lata 2009-2011, dla Spółki 3 – 2019 r., a dla Spółki 4 – 2000 r. oraz lata 2010-2011. Rok 2000 dla Spółki 4 jest bardzo specyficzny, gdyż w tym roku wartość pomocy publicznej według *EDB* była pomijana na podstawie uzyskanej przez Spółkę 4 indywidualnej interpretacji przepisów prawa podatkowego i jest to przypadek na tyle szczególny, że nie powinien być brany pod uwagę w wyciąganych wnioskach. Jednak warto podkreślić, że jest to jedyny przypadek z 58 obserwacji, kiedy różnica między wartością *EDB* a ΔEVA była ujemna. Spośród pozostałych obserwacji tylko w sześciu przypadkach różnica między wartością *EDB* a ΔEVA wyniosła 0, co oznacza, że wartość pomocy ustalona jako *EDB*

dokładnie odzwierciedla wpływ tej pomocy na wzrost wartości korzystającego z niej przedsiębiorstwa. We wszystkich tych przypadkach zarówno *EDB*, jak i ΔEVA wynosi 0. We wszystkich pozostałych obserwacjach różnica między wartością *EDB* a ΔEVA jest dodatnia. Powyższe można podsumować, że wartość pomocy publicznej ustalana według *EDB* jest zawsze nie mniejsza, ale w przeważającej większości przypadków jest wyższa niż rzeczywisty wzrost wartości przedsiębiorstwa z tytułu wykorzystanego zwolnienia podatkowego, ustalony jako ΔEVA .

W pozostałych okresach wymienionych powyżej badane spółki raportowały wykorzystanie pomocy publicznej mimo posiadania wysokich strat z działalności strefowej prowadzonej w latach poprzednich, których rozliczenie znacząco obniżyłoby lub wręcz zniwelowało do 0 wartość hipotetycznego podatku od dochodu strefowego, a w efekcie wartość wykorzystanej pomocy publicznej.

W przypadku dwóch badanych spółek (Spółka 2 i 4) znaczące wzrosty różnicy między *EDB* a ΔEVA zostały odnotowane w okresie 2009-2011, co mogłoby wskazywać na wpływ na te wyniki globalnego kryzysu finansowego zapoczątkowanego upadkiem banku Lehman Brothers w 2008 r. W przypadku Spółki 4 możliwa do odliczenia w tych latach strata faktycznie pochodziła z 2009 r., więc mogła być efektem kryzysu. Jednak w przypadku Spółki 2 możliwe do odliczenia straty zostały wygenerowane dużo wcześniej – w latach 2004-2006. W rezultacie trudno jest w tym zakresie wyciągnąć uogólniony wniosek.

Kolejny etap analizy polegał na dokonaniu kalibracji danych poprzez wyliczenie wartości wskaźnika *EDB* do ΔEVA i porównaniu jego wartości w kolejnych latach kalendarzowych. Wyniki tego porównania ilustruje wykres 29.



Wykres 29. Stosunkowa wartość *EDB* do ΔEVA w ujęciu nominalnym dla Spółek 1-4 w poszczególnych latach kalendarzowych w okresie ich działalności w strefie

Źródło: Opracowanie własne.

Analiza danych z wykresu 29 wskazuje trzy ograniczenia związane z tym wskaźnikiem. Po pierwsze nie da się go wyliczyć za okresy, w których ΔEVA wynosiła 0 – w tych sytuacjach przyjmowano wartość wskaźnika na poziomie 0. Po drugie w sytuacjach, w których wartość EDB wynosi 0, współczynnik ten też wynosi 0, zupełnie nie odzwierciedlając wartości ΔEVA i różnicy między tymi miernikami. Taka sytuacja dotyczy przykładowo 2000 r. dla Spółki 4, kiedy wartość różnicy między EDB do ΔEVA wynosiła –1 299 315,00 zł, a wartość wskaźnika stosunkowej wartości EDB do ΔEVA wynosiła 0. Powyższa sytuacja – jak już wspomniano powyżej – jest wyjątkowa, gdyż przeważnie wartość EDB jest wyższa od wartości ΔEVA . Co nie zmienia faktu, że tego typu ograniczenie powoduje brak odzwierciedlania również sytuacji, w której EDB wynosi 0, ale występuje dodatnia różnica między EDB a ΔEVA , gdyż ΔEVA ma wartość ujemną. Taka sytuacja wystąpiła przykładowo w latach 2017 i 2018 w Spółce 3. Wartość ΔEVA wynosiła w tych okresach odpowiednio 44 580,00 zł i 45 471,60 zł, a wartość wskaźnika stosunkowej wartości EDB do ΔEVA wynosiła 0. Podobna sytuacja wystąpiła w Spółce 2 w latach 2005, 2006 i 2008.

Trzecia z kolei sytuacja dotyczy diametralnej zmiany wartości wskaźnika stosunkowej wartości EDB do ΔEVA w zależności od tego, czy ΔEVA ma wartości ujemne czy dodatnie. Taki przypadek odnosi się do Spółki 2 w latach 2009-2010. Na wykresie 28 ilustrującym różnicę między EDB a ΔEVA widać, że w tym okresie Spółka 2 raportowała znacząco zawyżoną wartość EDB w stosunku do swojej rzeczywistej korzyści mierzonej wartością ΔEVA . Natomiast na wykresie 29 wartość stosunkowej wartości EDB do ΔEVA wykazuje skrajne wartości od –24,72 do 8,49. To powoduje pewnego rodzaju trudności w interpretacji uzyskanych wyników. Można jednak zaryzykować próbę ich interpretacji w następujący sposób:

- im wartość wskaźnika stosunkowej wartości EDB do ΔEVA jest bliższa 1, tym EDB lepiej odzwierciedla wpływ zwolnienia na wartość przedsiębiorstwa mierzoną wartością ΔEVA ,
- im wartość wskaźnika stosunkowej wartości EDB do ΔEVA bardziej odbiega od 1, tym EDB gorzej odzwierciedla wpływ zwolnienia na wartość przedsiębiorstwa mierzoną wartością ΔEVA .

Ponadto, ponieważ wartość EDB jest zawsze dodatnia, to można przyjąć, że:

- jeśli wartość wskaźnika stosunkowej wartości EDB do ΔEVA jest dodatnia, to wartość ΔEVA również jest większa od 0, a to z kolei oznacza, że wartość zwolnienia przyczynia się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa mierzonej EVA ,
- jeśli wartość wskaźnika stosunkowej wartości EDB do ΔEVA jest ujemna, to wartość ΔEVA również jest mniejsza od 0, a to z kolei oznacza, że wartość zwolnienia obniża wartość przedsiębiorstwa mierzoną EVA .

W związku z powyższymi wnioskami wydaje się, że wskaźnik stosunkowej wartości *EDB* do ΔEVA może być miarą najbardziej kompleksową w tym sensie, że pozwala ona w najszybszy sposób ocenić całokształt sytuacji podmiotu strefowego za dany rok. Umożliwia bowiem ocenę, na ile wartość *EDB* odzwierciedla wzrost wartości przedsiębiorstwa w efekcie korzystania przez niego ze zwolnienia podatkowego w strefie, a równocześnie wskazuje, czy dane przedsiębiorstwo w danym okresie odniosło korzyść (rozumianą jako wzrost jego wartości mierzony ΔEVA) z tytułu działalności w strefie, czy też odwrotnie.

Niemniej jednak należy pamiętać o ograniczeniach związanych z brakiem adekwatnego odzwierciedlenia w tym wskaźniku przypadków, w których *EDB* lub ΔEVA wyniosły 0, a o których wspomniano wcześniej.

Kolejnym krokiem była analiza synchroniczna wskaźnika stosunkowej wartości *EDB* do ΔEVA obejmująca porównanie jego wartości dla poszczególnych spółek w kolejnych latach ich działalności w strefie. Wartości tego wskaźnika zaprezentowano w tabeli 44.

Tabela 44. Wartości wskaźnika stosunkowej wartości *EDB* do ΔEVA dla Spółek 1-4 w kolejnych latach ich działalności w strefie

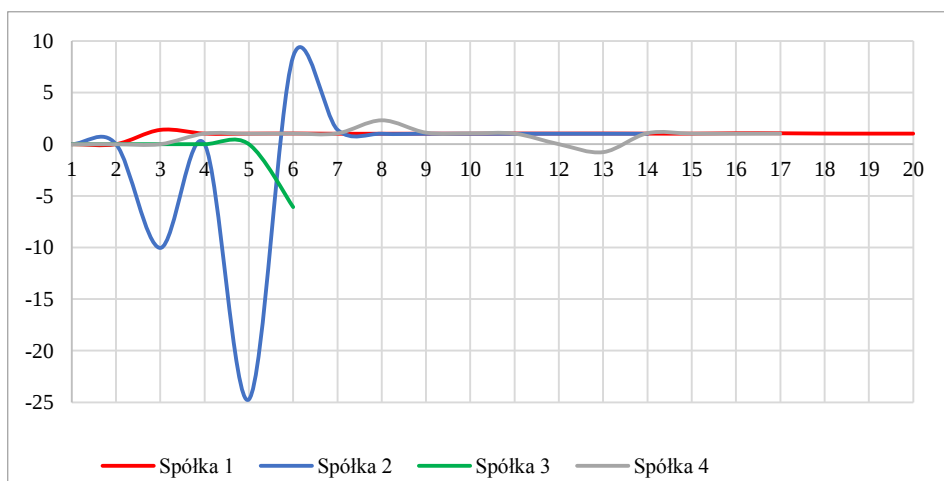
Rok działalności w strefie	<i>EDB</i> / ΔEVA (nominalne)			
	Spółka 1	Spółka 2	Spółka 3	Spółka 4
1	—*	0,00	—*	—*
2	—*	0,00	—*	0,00
3	1,39	−10,05	—*	0,00
4	1,03	0,00	0,00	1,03
5	1,02	−24,72	0,00	1,01
6	1,04	8,49	−6,09	1,03
7	1,01	1,40		1,05
8	1,01	1,01		2,31
9	1,02	1,01		1,12
10	1,02	1,01		1,05
11	1,03	1,01		1,02
12	1,03	1,01		0,00
13	1,03	1,01		−0,77
14	1,02	1,00		1,06
15	1,02			1,02
16	1,06			1,01
17	1,06			1,02
18	1,03			
19	1,02			
20	1,02			

* Wartość wskaźnika niemożliwa do wyliczenia z uwagi na to, że ΔEVA w danym okresie wyniosła 0.

Źródło: Opracowanie własne.

Jak wspomniano powyżej, jeśli wartość wskaźnika stosunkowej wartości EDB do ΔEVA wynosi 1, to EDB jest równe ΔEVA . Warto zauważyć, że w badanych studiach przypadków nie zdarzył się taki przypadek, co oznacza, że w żadnym z badanych okresów wartość pomocy ustalona jako EDB nie odzwierciedla dokładnie wpływu tej pomocy na wzrost wartości korzystającego z niej przedsiębiorstwa. Powyższe stwierdzenie może być zaskakujące z uwagi na to, że w ramach analizy różnicy między wartością EDB a ΔEVA znalazło się sześć obserwacji o wartości 0, która wskazuje na równość między EDB a ΔEVA . Należy jednak przypomnieć, że we wszystkich tych przypadkach zarówno EDB , jak i ΔEVA wynosiły 0, czyli są to przypadki oznaczone „*” w tabeli 44, gdyż z uwagi na zerową wartość mianownika nie było możliwości wyliczenia wartości wskaźnika.

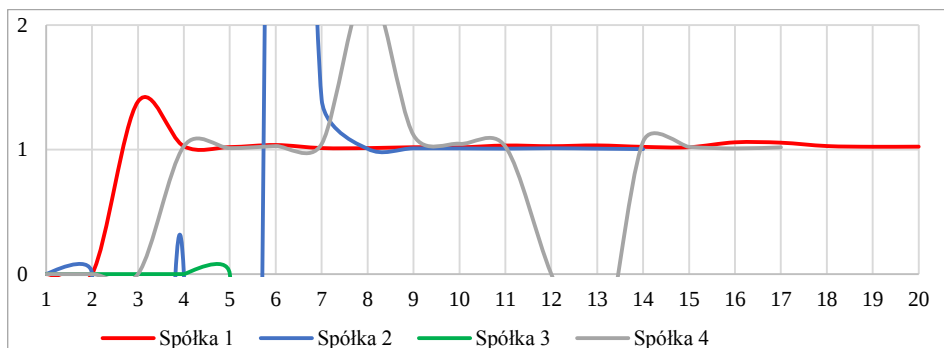
Ponadto analiza danych z tabeli 44 prowadzi do wniosku, że wskaźnik stosunkowej wartości EDB do ΔEVA nie przyjmuje wartości w przedziale od powyżej 0 do 1. To oznacza, że w badanych studiach przypadków nie zdarzyła się sytuacja, w której EDB byłby niższy od ΔEVA , co należy zinterpretować w ten sposób, że EDB nigdy nie odzwierciedla zaniżonej wartości otrzymanej pomocy. Wartość wskaźnika większa od 1 oznacza bowiem, że EDB przekracza wartość wzrostu wartości przedsiębiorstwa wyrażoną dodatnią wartością ΔEVA . Natomiast wartość wskaźnika mniejsza od 0 występuje wyłącznie, jeśli ΔEVA jest ujemne. Wtedy również dodatnia wartość EDB jest większa niż wartość pomocy mierzona wpływem na wartość przedsiębiorstwa jako ΔEVA , gdyż dane przedsiębiorstwo w danym okresie zanotowało spadek swojej wartości. Wartości z tabeli 44 zostały przedstawione na wykresie 30.



Wykres 30. Stosunkowa wartość EDB do ΔEVA w ujęciu nominalnym dla Spółek 1-4 w kolejnych latach ich działalności w strefie

Źródło: Opracowanie własne.

Na wykresie 30 można zaobserwować długoterminowy trend wskazujący na w miarę stały poziom wskaźnika stosunkowej wartości *EDB* do ΔEVA w ujęciu nominalnym. Wyjątkami są lata wskazane już wcześniej, w których miały miejsce sytuacje specyficzne związane z występowaniem znaczących strat z lat poprzednich, które w strefie nie mogą podlegać rozliczeniu, lub wartościami 0 miernika *EDB* lub ΔEVA . W pozostałych okresach większość wartości wskaźnika oscylowała wokół wartości 1, co można zaobserwować po ograniczeniu osi Y do wartości od 0 do 2. Taki wycinek wykresu 30 zaprezentowano poniżej na wykresie 31.



Wykres 31. Stosunkowa wartość *EDB* do ΔEVA w ujęciu nominalnym dla Spółek 1-4 w kolejnych latach ich działalności w strefie – wycinek wykresu dla wartości mieszczących się w przedziale od 0 do 2

Źródło: Opracowanie własne.

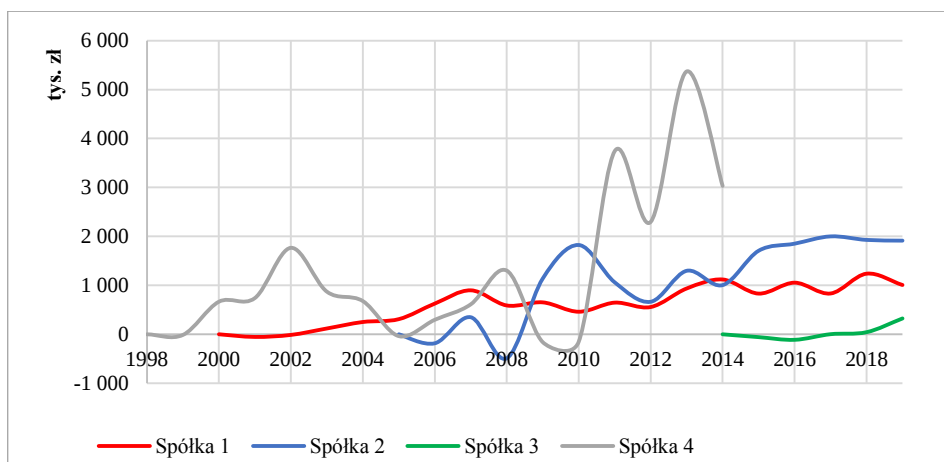
Jak wskazano powyżej, wartości wskaźnika stosunkowej wartości *EDB* do ΔEVA oscylujące wokół 1 wskazują na dość współmierną wartość *EDB* do wzrostu wartości przedsiębiorstwa wynikającego ze zwolnienia podatkowego w strefie. Można zatem wyciągnąć wniosek, że w standardowych sytuacjach przez większość okresu wskaźnik *EDB* jest adekwatną miarą, nieznacznie tylko zniekształcającą wartość uzyskanej korzyści.

Równocześnie warto zauważyć, że w przypadku wartości oscylujących wokół 1 wskaźnik przyjmuje wartości zawsze większe od 1 (co już wskazano powyżej), a ich przeważająca większość (34 z 51 obserwacji) mieści się w przedziale od 1,0 do 1,1. Powyższe oznacza po pierwsze, że wartość *EDB* jest większa niż ΔEVA , co potwierdza wcześniej wyciągnięty już wniosek. Po drugie można jednak przyjąć, że w standardowych przypadkach wartość *EDB* odbiega od wartości ΔEVA o nie więcej niż 10% poziomu tej drugiej miary.

Nie można jednak zapominać, że wskaźnik stosunkowej wartości *EDB* do ΔEVA zupełnie nie odzwierciedla wartości rzeczywistej korzyści w sytuacjach mniej standardowych. W niektórych przypadkach takie sytuacje mogą się zdarzać przez kilka lat w ciągu całego okresu działalności w strefie, co może prowadzić do znacznych zniekształceń sumarycznych wartości. Przykładowo dla

Spółki 3 wartość wskaźnika stosunkowej wartości EDB do ΔEVA w żadnym z pięciu lat objętych badaniem nawet nie zbliżyła się do wartości 1. Pomijając ten skrajny przypadek, również każda z pozostałych spółek objętych badaniem odnotowała kilka lat, w których wartość wskaźnika stosunkowej wartości EDB do ΔEVA przyjmowały wartości 0, mniejsze od 0 lub wyższe od 2.

W kolejnym etapie analiza obejmowała analogiczne porównanie miar związanych z EDB i ΔEVA w wartościach zdyskontowanych, a nie nominalnych. Porównanie różnicy między EDB a ΔEVA dla Spółek 1-4 w ujęciu zdyskontowanym w poszczególnych latach kalendarzowych przedstawia wykres 32.



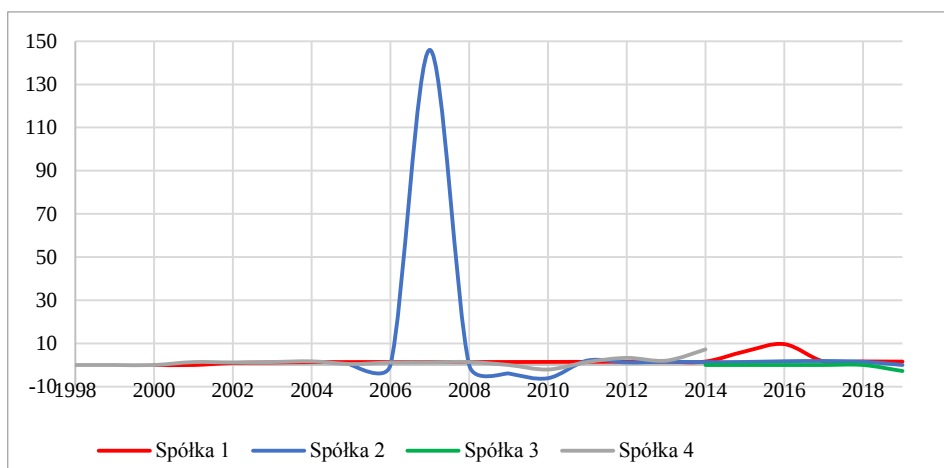
Wykres 32. Różnica między EDB a ΔEVA dla Spółek 1-4 w ujęciu zdyskontowanym w poszczególnych latach kalendarzowych w okresie ich działalności w strefie

Źródło: Opracowanie własne.

W przypadku wszystkich spółek korzystających ze zwolnienia podatkowego w dłuższym okresie (tj. z wyjątkiem Spółki 3, dla której badano tylko sześć pierwszych lat) można zaobserwować, że – po początkowym okresie niestabilizowanych wyników – zdyskontowana wartość EDB jest wyższa od zdyskontowanej wartości ΔEVA w poszczególnych latach. W przypadku Spółki 1 stabilizacja wyników zaczyna się po trzech latach, dla Spółki 2 – po czterech latach, a dla Spółki 4 – po dwóch latach. Jednak w przypadku Spółki 4 już po ustabilizowaniu wyników zdarzyły się trzy lata, w których EDB było niższe od ΔEVA , co można było zaobserwować w latach 2005, 2009 i 2010. We wszystkich tych latach wartości EVA_{SEZ} i EVA_{nSEZ} były ujemne. Natomiast dla Spółki 3 trudno wyciągnąć tego typu wnioski z uwagi na krótki okres objęty badaniem. Ale niewykluczone, że po trzech pierwszych latach działalności Spółka 3 już osiągnęła stabilizację wyników i EDB zaczęło przewyższać ΔEVA , ale tego typu wniosek będzie można potwierdzić po kolejnych latach działalności Spółki 3.

Powyższa tendencja, zgodnie z którą w dłuższej perspektywie zdyskontowana wartość *EDB* jest wyższa od wartości ΔEVA w poszczególnych latach, oznacza, że wartość pomocy publicznej kalkulowanej na podstawie *EDB* jest zawyżona w stosunku do rzeczywistej korzyści finansowej podmiotów strefowych mierzonej ΔEVA . Jednak dystans pomiędzy wartościami w poszczególnych latach ma rozkład raczej przypadkowy – nie wykazuje cech trendu.

Kolejny etap analizy polegał na porównaniu wartości po ich kalibracji poprzez wyliczenie stosunkowej wartości *EDB* do ΔEVA w ujęciu zdyskontowanym. Wyniki przedstawiono na wykresie 33.



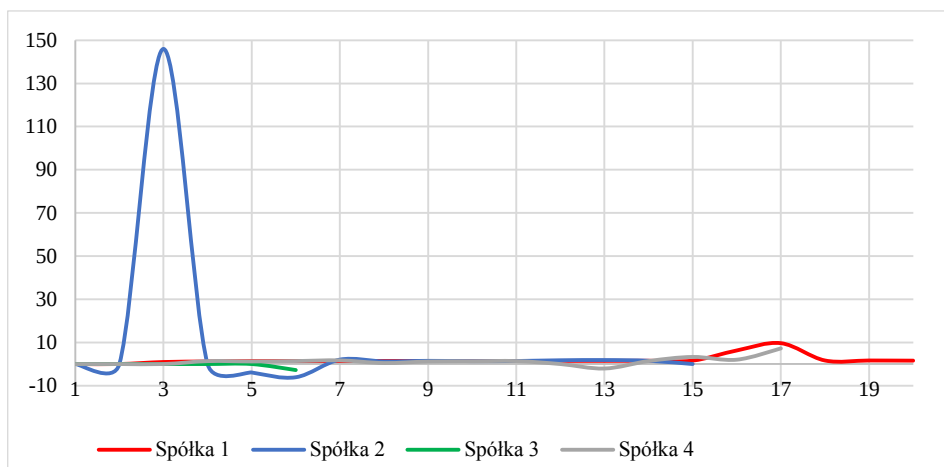
Wykres 33. Stosunkowa wartość *EDB* do ΔEVA w ujęciu zdyskontowanym dla Spółek 1-4 w poszczególnych latach kalendarzowych w okresie ich działalności w strefie

Źródło: Opracowanie własne.

Interpretacja wyników zilustrowanych na wykresie 33 powinna być analogiczna jak dla wartości tego samego wskaźnika wyliczonego w ujęciu nominalnym, tj. wartości zbliżone do 1 wskazują, że wartość zwolnienia ustalona według *EDB* ma zbliżoną wartość do rzeczywistej korzyści rozumianej jako ΔEVA . Wartości ujemne oznaczają, że w ujęciu zdyskontowanym zwolnienie podatkowe przyczyniło się do spadku wartości danej spółki mierzonej ΔEVA w danym roku, wartości dodatnie oznaczają z kolei wzrost. Co ciekawe, wskaźnik stosunkowej wartości *EDB* do ΔEVA w ujęciu zdyskontowanym w pojedynczych okresach przyjmuje wartości znacząco odbiegające od wartości tego wskaźnika w ujęciu nominalnym. Takie sytuacje wystąpiły w przypadku Spółki 4 w 2014 r., a w przypadku Spółki 1 w latach 2015 i 2016. Wskaźnik w ujęciu nominalnym w tych latach przyjmował wartość zbliżoną do 1, podczas gdy ten sam wskaźnik w ujęciu zdyskontowanym przyjął wartości przewyższające 5. Ponadto w przypadku Spółki 2 w latach 2007 i 2009-2010 wskaźnik w ujęciu zdyskontowanym

przyjął wartości równie odbiegające od wartości w pozostałych latach jak w ujęciu nominalnym, ale ich poziom dla poszczególnych okresów znacznie się różnił od wartości wskaźnika w ujęciu nominalnym. Mianowicie w 2007 r. wartość wskaźnika w ujęciu zdyskontowanym wyniosła 145,97, a w ujęciu nominalnym –0,05, w 2009 r. wartość zdyskontowana wyniosła –3,91, a nominalna –24,72, natomiast w 2010 r. w ujęciu zdyskontowanym –6,12, a w ujęciu nominalnym 8,49. W podanych przykładach zwraca uwagę nie tylko odmienny poziom wartości, ale też – jak w przypadku lat 2007 i 2010 – odmienny znak otrzymanej wartości.

Kolejny krok polegał na analizie synchronicznej poprzez porównanie stosunkowej wartości *EDB* do ΔEVA w ujęciu zdyskontowanym w kolejnych latach działalności badanych spółek w strefie. Wyniki zilustrowano na wykresie 34.

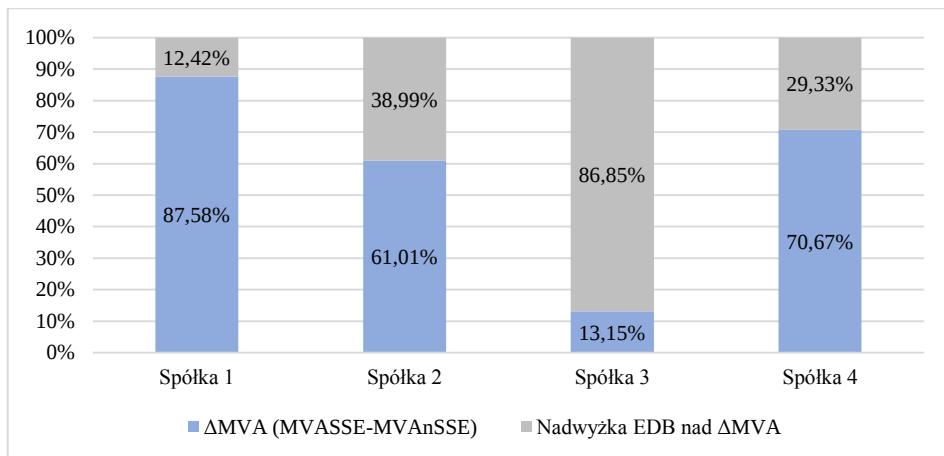


Wykres 34. Stosunkowa wartość *EDB* do ΔEVA w ujęciu zdyskontowanym dla Spółek 1-4 w kolejnych latach ich działalności w strefie

Źródło: Opracowanie własne.

Analiza wykresu 34 wskazuje, że krzywe odzwierciedlające wartości zdyskontowane wskaźnika mają bardziej zbliżony przebieg na wykresie synchronicznym niż w ujęciu lat kalendarzowych. W szczególności zwraca uwagę, że zaskakujące wartości wskaźnika z poprzedniego wykresu 33 w przypadku Spółki 4 w 2014 r., a w przypadku Spółki 1 w latach 2015 i 2016 przypadają na analogiczny rok działalności w strefie – siedemnasty. Trudno jednak wyciągnąć z tego faktu jakiś uogólniony wniosek, gdyż brak jest zjawisk, które mogą być spójne dla Spółek po tak długim okresie działalności w strefie.

Kolejne porównania uzyskanych wyników dotyczyły wartości skumulowanych w całym okresie objętym badaniem. Wzajemne proporcje pomiędzy wartością *EDB* i ΔMVA dla całego okresu w wartościach nominalnych dla poszczególnych spółek objętych badaniem przedstawiono na wykresie 35.

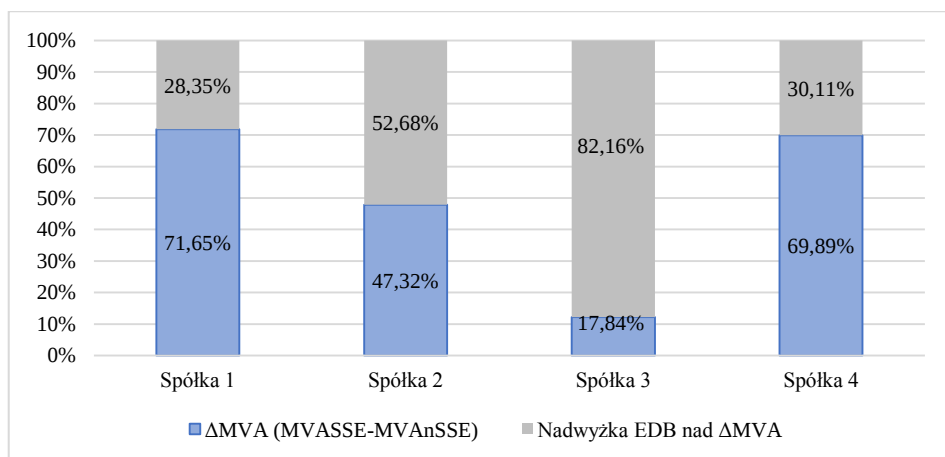


Wykres 35. Wartość zwolnienia podatkowego (ustalona jako *EDB*) oraz przyrost wartości przedsiębiorstwa (ustalony jako ΔMVA) w całym okresie objętym badaniem dla Spółek 1-4 w ujęciu nominalnym

Źródło: Opracowanie własne.

Na podstawie wykresu 35 można stwierdzić, że wartość zwolnienia podatkowego ustalonego zgodnie z modelem jest znacząco niższa niż jego wartość ustalona na podstawie przepisów w każdym z badanych przypadków. Różnice między tymi wartościami oscylują od ponad 12,4% *EDB* dla Spółki 1 do ponad 86% *EDB* dla Spółki 3. Oznacza to, że nadwyżka *EDB* nad ΔMVA nie ma charakteru proporcjonalnego, jej wartość zależy od sytuacji konkretnego podmiotu. Wydaje się, że wartość zniekształcenia zawartego w mierniku *EDB* jest największa w początkowym okresie działalności w strefie, gdyż największa różnica wartości dotyczy Spółki 3 działającej w strefie najkrócej, a najmniejsza Spółki 1 – działającej najdłużej. Tego typu wniosek można wytłumaczyć tym, że największym zjawiskiem zniekształcającym wartość korzyści ustaloną według *EDB* jest nieuwzględnienie kwestii strat, które nie podlegają odliczeniu w strefie. Im dłuższy okres działalności w strefie, tym wartości wygenerowanych strat mają proporcjonalnie mniejszą wartość w odniesieniu do wygenerowanego w tym czasie dochodu.

Wykres 36 przedstawia wzajemne proporcje pomiędzy wartością *EDB* i ΔMVA dla całego okresu w wartościach zdyskontowanych dla poszczególnych spółek objętych badaniem.



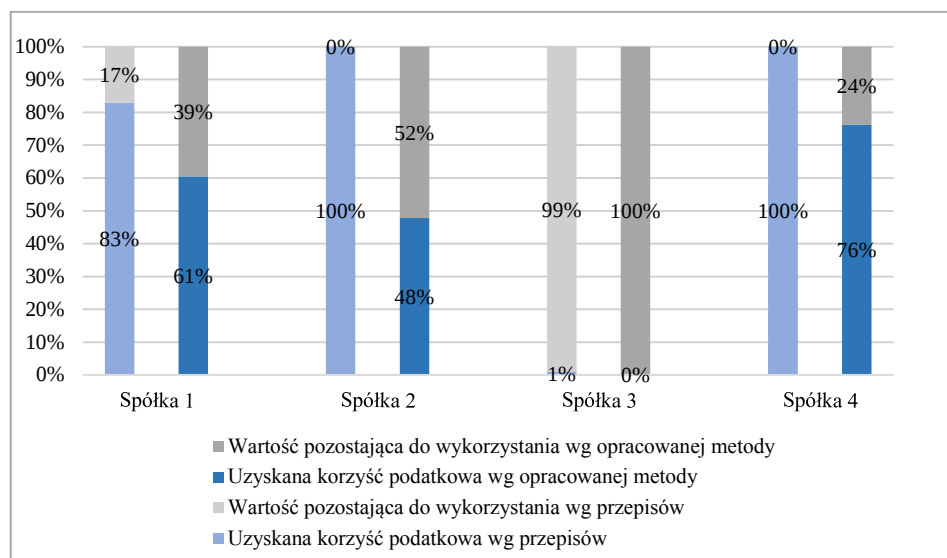
Wykres 36. Wartość zwolnienia podatkowego (ustalona jako *EDB*) oraz przyrost wartości przedsiębiorstwa (ustalony jako ΔMVA) w całym okresie objętym badaniem dla Spółek 1-4 w ujęciu zdyskontowanym

Źródło: Opracowanie własne.

Na podstawie wykresu 36 dodatkowo można zauważyć, że różnica w wynikach kalkulacji dokonanej zgodnie z przepisami i na podstawie modelu jest w większości przypadków większa na wartościach zdyskontowanych niż nominalnych. Wyjątkiem jest Spółka 3, dla której różnica w wynikach kalkulacji dokonanej zgodnie z przepisami i na podstawie modelu jest mniejsza na wartościach zdyskontowanych niż nominalnych. Wynika to ze specyficznej sytuacji opisanej już w podrozdziale 4.4 związanej z osiąganiem ujemnych wartości ΔEVA w dalszych latach działalności. W tym przypadku bowiem dodatnia wartość ΔEVA uzyskana w pierwszych latach działalności została pomniejszona o wartości ujemne występujące w kolejnych latach. Z uwagi na to, że dyskontowanie w dużo większym stopniu zmniejsza wartości raportowane w późniejszych okresach niż te w początkowych latach, w ujęciu zdyskontowanym początkowe korzyści zostały zmniejszone późniejszymi stratami w mniejszym stopniu niż w ujęciu nominalnym.

Następny krok obejmował porównanie stosunkowej wartości zwolnienia podatkowego, tj. kalkulowanej w porównaniu do przysługującej puli zwolnienia podatkowego. W tym celu w pierwszej kolejności należało ustalić zdyskontowaną wartość kosztów kwalifikowanych. Do dyskontowania *EDB* stosuje się stopy dyskontowe wynikające z przepisów, a osiągnięte wartości skumulowane należy pomnożyć przez przysługującą intensywność pomocy w ujęciu procentowym (w przypadku Spółki 1 i 2 dyskontowanie to było kilkustopniowe, gdyż dotyczyło kilku zezwoleń). Na wykresie 37 przedstawiono porównanie dwóch wartości: (1) osiągniętą skumulowaną wartość korzyści strefowej wyliczoną zgodnie z przepisami jako *EDB* na tle przysługującej puli pomocy regionalnej w ujęciu zdyskontowanym

oraz (2) analogiczne zestawienie według wartości wyliczonych na podstawie zaproponowanej metody. W celu zachowania spójności w zastosowanej metodzie koszty kwalifikowane w tym wariantie podlegały dyskontowaniu za pomocą $WACC_{SEZ}$.



Wykres 37. Wartość uzyskanego i pozostałego do wykorzystania zwolnienia podatkowego ustalonego dla Spółek 1-4 według przepisów oraz według opracowanej metody w ujęciu zdyskontowanym

Źródło: Opracowanie własne.

Na podstawie wykresu 37 można stwierdzić, że we wszystkich przypadkach stopień wykorzystania puli zwolnienia podatkowego ustalony zgodnie z opracowaną metodą jest znacząco niższy niż ten ustalany na podstawie przepisów. Zaproponowana metoda pozwala oszacować wartość pomocy w sposób bardziej kompleksowo odzwierciedlający wysokość finansowej korzyści Spółki. W najbardziej jaskrawy sposób wniosek ten jest widoczny dla Spółek 2 i 4, które według przepisów wykorzystały już całe przysługujące im zwolnienie podatkowe, podczas gdy stopień jego wykorzystania ustalony według opracowanej metody wynosi odpowiednio niecałe 47% i 76%.

Powyższe różnice wynikają głównie z tego, że *EDB* nie odzwierciedla całokształtu zjawisk immanentnie związanych z prowadzeniem działalności w strefie (zwłaszcza tych negatywnych, jak przykładowo brak prawa do odliczania strat, dodatkowe koszty związane z opłatą administracyjną). W związku z tym użycie kalkulacji zgodne z zasadami przewidzianymi w przepisach przed ubieganiem się przez dany podmiot o zwolnienie strefowe może prowadzić do podjęcia nieracjonalnej decyzji, w efekcie której rozpoczęcie inwestycji w strefie spowoduje – zamiast polepszenia – pogorszenie sytuacji finansowej danego podmiotu.

Zakończenie

Zwolnienie podatkowe w specjalnej strefie ekonomicznej jest bardzo ważnym instrumentem wspierającym działalność inwestycyjną przedsiębiorstw w Polsce. Jednakże przez lata działania stref otoczenie regulacyjne związane z tą formą pomocy publicznej stawało się coraz bardziej skomplikowane i niejasne. Wynikało to zarówno z często zmienianych przepisów prawa, jak i obszernego orzecznictwa i piśmiennictwa organów podatkowych. Wiele z tych elementów ma kluczowe znaczenie dla ustalenia rzeczywistej wartości korzyści finansowej uzyskiwanej przez przedsiębiorców strefowych i może zniekształcać rachunek opłacalności działalności w strefie. Niniejsza praca, w której podjęto próbę usystematyzowania tego tematu, jest odpowiedzią na powyższą sytuację.

W konsekwencji przedmiotem rozważań w niniejszej pracy było ustalenie, czy uzyskanie pomocy publicznej w specjalnej strefie ekonomicznej w formie zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych prowadzi do wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

W tym kontekście celem głównym pracy było opracowanie praktycznego narzędzia dla przedsiębiorców strefowych pozwalającego na pomiar rzeczywistej korzyści wynikającej ze zwolnienia podatkowego w strefie poprzez adaptację modelu ekonomicznej wartości dodanej. Natomiast celem pomocniczym była ocena wpływu różnic pomiędzy zasadami kalkulacji wartości pomocy publicznej w formie zwolnienia strefowego ustalonymi w przepisach a regułami wynikającymi ze stanowisk organów podatkowych i orzecznictwa sądowego na zmianę wartości przedsiębiorstwa.

W kontekście celu pomocniczego wskazano przykłady restrykcyjnych stanowisk organów podatkowych, które zawężają definicję dochodu zwolnionego w strefie. Następnie udowodniono, że prowadzą one do zmniejszenia wartości korzyści uzyskiwanych przez przedsiębiorców strefowych. Przeprowadzona analiza pozwoliła stwierdzić, że do takich stanowisk należy zaliczyć następujące rozstrzygnięcia:

- konsekwentne odmawianie przez organy podatkowe i sądowe podmiotom strefowym możliwości rozliczania strat pochodzących ze zwolnionej działalności strefowej z dochodami z tej działalności wygenerowanymi w kolejnych pięciu latach,
- brak możliwości zastosowania zwolnienia podatkowego do przychodów niewymienionych wprost w zezwoleniu (np. przychodów finansowych, w tym dochodów z odsetek od ulokowanego kapitału pochodzącego z działalności podstawowej oraz dochodów ze sprzedaży materiałów lub odpadów z działalności podstawowej),

- asymetryczne podejście do przychodów i kosztów o charakterze ogólnym, związanych z ogółem działalności, zgodnie z którym koszty tego typu (np. z tytułu różnic kursowych) powinny być alokowane pomiędzy dochód zwolniony i opodatkowany na podstawie klucza przychodowego, podczas gdy przychody z analogicznego tytułu powinny w całości podlegać opodatkowaniu.

Ponadto wskazano pozostałe czynniki mające wpływ na rachunek korzyści przedsiębiorcy strefowego, które obejmują dodatkowe koszty oraz rzeczywisty koszt kapitału. W ramach dodatkowych kosztów, zwanych w pracy kosztami indukowanymi, należy w szczególności wymienić opłatę administracyjną płaconą miesięcznie przez każdego przedsiębiorcę strefowego do spółki zarządzającej daną specjalną strefą ekonomiczną, koszty związane z ubieganiem się o zezwolenie strefowe oraz koszty utrzymania miejsc pracy lub własności środków trwałych przez wymagany okres. Te kategorie kosztów należy więc uznać za szczególny rodzaj kosztów, które ponosi dany przedsiębiorca wyłącznie z uwagi na działalność w strefie – w innej sytuacji te koszty nie powstałyby u tego przedsiębiorcy. Natomiast w zakresie kosztu kapitału ustalono, że szacowanie rzeczywistej korzyści z tytułu zwolnienia strefowego powinno opierać się na wykorzystaniu wartości zdyskontowanych rzeczywistym kosztem kapitału dla danego przedsiębiorcy w miejsce wykorzystania jednolitego poziomu stopy dyskontowej w danym okresie dla wszystkich podmiotów, niezależnie od ich specyficznej sytuacji.

Powyższe wnioski pozwoliły na opracowanie metody szacowania wartości pomocy publicznej w formie zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych w specjalnej strefie ekonomicznej z perspektywy przedsiębiorstwa, co było celem głównym niniejszej pracy. W ujęciu jednorocznym metoda opiera się na oszacowaniu przyrostu wartości przedsiębiorstwa w wyniku działalności w strefie (ΔEVA). Przyrost ten został zdefiniowany jako różnica między wartością danego przedsiębiorstwa w przypadku prowadzenia działalności w strefie (EVA_{SEZ}) oraz wartością tego samego przedsiębiorstwa w przypadku, gdyby funkcjonowało poza strefą i podlegało *ceteris paribus* opodatkowaniu na zasadach ogólnych (EVA_{nSEZ}).

Natomiast w ujęciu wieloletnim opracowana metoda opiera się na ustaleniu przyrostu rynkowej wartości dodanej przedsiębiorstwa w wyniku działalności w strefie (ΔMVA). Jako przyrost ten rozumie się różnicę między rynkową wartością dodaną danego przedsiębiorstwa w przypadku prowadzenia działalności w strefie (MVA_{SEZ}) oraz rynkową wartością dodaną tego samego przedsiębiorstwa w przypadku, gdyby funkcjonowało ono poza strefą i podlegało *ceteris paribus* opodatkowaniu na zasadach ogólnych (MVA_{nSEZ}). W rezultacie w długim okresie wartość pomocy jest ustalana jako suma strumienia różnic między zdyskontowaną wartością EVA_{SEZ} i zdyskontowaną wartością EVA_{nSEZ} z dane-

go okresu. Do dyskontowania EVA_{SEZ} wykorzystuje się średni ważony koszt kapitału oszacowany dla scenariusza strefowego, a do dyskontowania EVA_{nSEZ} – średni ważony koszt kapitału oszacowany dla scenariusza pozastrefowego.

Następnie opisana powyżej metoda podlegała weryfikacji w ramach przeprowadzonej analizy studiów przypadków. Na tej podstawie jednoznacznie potwierdzono, że uzyskanie prawa do zwolnienia strefowego nie gwarantuje wzrostu wartości przedsiębiorstwa, w szczególności w perspektywie krótkookresowej (mierzonego ΔEVA). Natomiast w perspektywie długookresowej w przeanalizowanych przypadkach działalność w specjalnej strefie ekonomicznej przyczyniła się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa (mierzonego ΔMVA).

W toku dalszej szczegółowej analizy dokonano porównania przyrostu wartości przedsiębiorstwa w wyniku prowadzenia działalności w strefie z wartością pomocy publicznej raportowaną przez te podmioty zgodnie z zasadami wynikającymi ze stanowisk organów podatkowych i orzecznictwa sądowego (tj. jako EDB). Na tej podstawie stwierdzono, że wartość pomocy publicznej ustalona jako EDB jest co do zasady wyższa od rzeczywistego przyrostu wartości przedsiębiorstwa.

W szczególności w perspektywie krótkookresowej w przeanalizowanych studiach przypadków EDB nigdy nie był niższy niż ΔEVA . Obie miary dawały współmierne wyniki tylko dla wartości równych 0. W odmiennych przypadkach EDB zawsze przewyższał wartość ΔEVA . Jednocześnie stwierdzono, że w standardowych sytuacjach w perspektywie krótkookresowej wskaźnik EDB nie kształtał wartości uzyskanej korzyści w stopniu nieznacznym. W większości bowiem przypadków wartość EDB odbiegała od wartości ΔEVA o nie więcej niż 10% poziomu tej drugiej miary. Należy przy tym jednak pamiętać, że znacząca część obserwacji nie mieściła się w sytuacjach standardowych.

Natomiast w perspektywie długookresowej otrzymane wyniki wskazały, że ΔMVA jest zawsze znacząco niższa niż suma zdyskontowanych wartości EDB . W badanych przypadkach ΔMVA wynosiła od 18% do 72% skumulowanych zdyskontowanych wartości EDB . Powyższe można podsumować, że różnice między EDB i ΔEVA , które w perspektywie krótkookresowej wydawały się niezbyt znaczące, w całym okresie analizy zagregowały się do istotnych wartości. To z kolei oznacza, że wartość pomocy ustalana jako EDB znacząco odbiegała (we wszystkich przypadkach o ponad 28%) od wartości rzeczywistego wzrostu wartości przedsiębiorstwa w tym okresie w efekcie korzystania ze zwolnienia podatkowego w strefie ustalonego jako ΔMVA .

Następnie porównano osiągnięte skumulowane wartości korzyści strefowej z przysługującą pulą pomocy regionalnej. Na podstawie przeprowadzonej analizy udowodniono, że we wszystkich przypadkach stopień wykorzystania puli zwolnienia podatkowego ustalony zgodnie z opracowaną metodą jest znacząco niższy niż ten ustalany na podstawie przepisów. W badanych przypadkach oscylował on między 18% a 76%.

Powyższe wyniki pozwalają na jednoznaczne udowodnienie, że wartość pomocy publicznej ustalona zgodnie z zasadami wynikającymi ze stanowisk organów podatkowych i orzecznictwa sądowego w perspektywie długookresowej jest znacząco zawyżona w stosunku do rzeczywistej korzyści uzyskiwanej przez przedsiębiorstwa.

Wnioski te mają bardzo ważne implikacje zarówno dla przedsiębiorców, doradców i analityków, jak i przedstawicieli władzy ustawodawczej oraz organów podatkowych. Każdy z tych podmiotów powinien bowiem brać pod uwagę, że rzeczywista korzyść przedsiębiorców strefowych jest istotnie niższa od formalnie raportowanej przez nich wartości pomocy publicznej w formie zwolnienia strefowego. W tym kontekście podmioty te powinny wykorzystywać zaproponowaną w niniejszej pracy metodę, która umożliwi im szczegółową ocenę korzyści w konkretnych przypadkach.

Po pierwsze przedsiębiorcy i menedżerowie zarządzający przedsiębiorstwami planującymi ubieganie się o zwolnienie strefowe lub korzystającymi z niego dzięki zastosowaniu opracowanej metody zyskają możliwość:

- podjęcia racjonalnej decyzji o rozpoczęciu działalności w specjalnej strefie ekonomicznej i ubieganiu się o zwolnienie z podatku dochodowego (ocena *ex ante*),
- dokonania weryfikacji pierwotnych założeń w trakcie lub po zakończeniu okresu korzystania ze zwolnienia strefowego (ocena *ex post*).

Mimo że we wszystkich opisanych w niniejszej pracy przypadkach wykazano pozytywny wpływ ulokowania działalności w strefie na wartość przedsiębiorstwa w perspektywie długookresowej, to skala tych korzyści powinna być dokładnie określona przez przedsiębiorstwa przed podjęciem decyzji o lokalizacji w strefie, także w celu analizy scenariuszy alternatywnych. Ponadto analiza taka powinna być rozszerzona o oceną wrażliwości przy różnych założeniach dotyczących parametrów w zakresie kosztu kapitału i *NOPAT*.

Po drugie doradcy i analitycy, którzy wspierają przedsiębiorstwa na etapie decyzji inwestycyjnych oraz w toku działalności strefowej, powinni – równoległe do wyliczeń wartości pomocy publicznej jako *EDB* – przeprowadzać kalkulację rzeczywistej korzyści przy użyciu zaproponowanej metody (obejmującą również wyżej wskazaną analizę wrażliwości). Porównanie powyższych wartości pozwalałoby na przygotowanie uzasadnionej rekomendacji dla klienta w zakresie ubiegania się o zwolnienie strefowe lub kontynuowania działalności w strefie.

Po trzecie przedstawiciele władzy ustawodawczej oraz organów podatkowych powinni dążyć do uspołnienia zasad formalnych (wynikających z przepisów prawa oraz stanowisk organów podatkowych i orzecznictwa) z rachunkiem rzeczywistych korzyści przedsiębiorstw. W tym kontekście metoda ta może być pomocna w ustaleniu odpowiedniego kierunku zmian w legislacji oraz orzecz-

nictwie i piśmiennictwie dotyczącym zasad mających wpływ na wartość pomocy publicznej w formie zwolnienia strefowego. W wyniku takich modyfikacji przedsiębiorcy strefowi oraz doradcy i analitycy nie musieliby stosować dwóch równoległych kalkulacji – jednej zgodnej z przepisami, orzecznictwem i stanowiskami organów podatkowych, a drugiej odzwierciadlającej rzeczywistą wartość korzyści finansowej z tego tytułu.

W tym zakresie warto podkreślić ponownie, że opracowana metoda została poddana walidacji na podstawie studiów przypadków obejmujących podmioty działające na podstawie zezwoleń strefowych udzielonych przedsiębiorstwom do połowy 2018 r. i uprawniających do korzystania ze zwolnienia tylko do końca 2026 r., a nie decyzji o wsparciu wydawanych przedsiębiorcom obecnie. Dodatkowo wszystkie badane podmioty są podatnikami podatku CIT, a nie PIT. Jednak – jak wspomniano we wstępie – powyższe uwarunkowania w żaden sposób nie ograniczają możliwości wykorzystania opracowanej metody również przez podatników podatku dochodowego od osób fizycznych korzystających ze zwolnienia strefowego czy podmioty korzystające ze zwolnienia na podstawie decyzji o wsparciu (czy też oba naraz – podatników PIT posiadających decyzję o wsparciu). Zasady korzystania z tych zwolnień są w dużej mierze analogiczne, a nieliczne różnice nie wpływają na możliwości aplikacji opracowanej metody.

Dodatkowo zaproponowana metoda może stanowić podstawę do dalszych badań naukowych. Potencjalnie możliwe jest jej zastosowanie do szacowania wartości pomocy publicznej netto (*PANV*) także innych form pomocy publicznej, jak dotacje, subwencje, ulgi podatkowe czy preferencyjne kredyty lub pożyczki. Niemniej jednak należy pamiętać, że aplikacja proponowanej metody do innych form pomocy powinna zostać poprzedzona odpowiednią walidacją.

Bibliografia

Literatura zwarta

- Bartoszewicz B., Pniewski K., *Pomiar tworzonej wartości w systemie zarządzania wartościami*, w: *Value Based Management: koncepcje, narzędzia, przykłady*, red. A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz, Poltext, Warszawa 2008, s. 63-70.
- Brigham F., Gapenski L.C., *Zarządzanie finansami*, cz. 1, Polskie Wydawnictwa Ekonomiczne, Warszawa 2000.
- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firmy*, WIG-Press, Warszawa 1997.
- Cornell B., *Wycena spółek: metody i narzędzia efektywnej wyceny*, K.E. Liber, Warszawa 1999.
- Cwynar A., Cwynar W., *Kreacja wartości przedsiębiorstwa i metody pomiaru*, w: *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, red. B. Dobiegała-Korona, A. Herman, Difin, Warszawa 2006, s. 341-377.
- Cwynar A., Cwynar W., *Mierniki kreowanej wartości spółki kapitałowej*, w: *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, red. A. Szablewski, R. Tuzimek, Poltext, Warszawa 2004, s. 119-136.
- Cwynar A., Cwynar W., *Stopa zwrotu z kapitału – problemy definiowania*, w: *Zarządzanie wartością firmy w dobie kryzysu*, red. S. Kasiewicz, L. Pawłowicz, CeDeWu, Warszawa 2003, s. 169-177.
- Cwynar A., Cwynar W., *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej – koncepcje, systemy, narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002.
- Czekaj J., Dresler Z., *Podstawy zarządzania finansami firm*, Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1997.
- Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Wyd. 2, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2007.
- Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2005.
- Duliniec A., *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2011.
- Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2001.
- Ehrbar A., *EVA: strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa 2000.
- Gajdka J., *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.

- Gorczyńska M., Wieczorek-Kosmala M., Znaniecka K., *Finanse przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego, Katowice 2008.
- Herman A., Szablewski A., *Orientacja na wzrost wartości współczesnego przedsiębiorstwa*, w: *Zarządzanie wartością firmy*, red. A. Herman, A. Szablewski, Poltext, Warszawa 1999, s. 13-56.
- Ibragimov R., Vélez-Pareja I., Tham J., *EVA Performance Measurement is Faulty: So You May Be Persuaded to Switch to a Robust OEVA-TEVA Alternative*, Master Consultores 2013.
- Jankowska A., *Pomoc publiczna dla przedsiębiorstw w świetle uregulowań wspólnotowych: zasady i ograniczenia udzielania*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2005.
- Karmańska A., *Wartość ekonomiczna w systemie informacyjnym rachunkowości finansowej*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2009.
- Knap E., *Wykorzystanie Market Value Added (MVA) i Economic Value Added (EVA) w procesie tworzenia wartości na drodze zawierania transakcji fuzji i przejęć*, w: *Zarządzanie wartością firmy w dobie kryzysu*, red. S. Kasiewicz, L. Pawłowicz, CeDeWu, Warszawa 2003, s. 189-204.
- Maćkowiak E., *Ekonomiczna wartość dodana*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009.
- Maćkowiak E., *Ekonomiczna wartość dodana: miernik oceny kondycji finansowej i wartości przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009.
- Maćkowiak E., *Wartość przedsiębiorstwa w sprawozdaniu finansowym*, Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach 2012.
- Melich M., *Nowoczesne metody wyceny przedsiębiorstw*, w: *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, red. A. Szablewski, R. Tuzimek, Poltext, Warszawa 2004, s. 139-226.
- Nahotko S., *Współczesne metody wyceny wartości przedsiębiorstwa*, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa, Bydgoszcz 1998.
- Nowicki J., *Analiza tworzenia wartości w przedsiębiorstwie*, w: *Analiza finansowa przedsiębiorstwa – ujęcie sytuacyjne*, red. M. Hamrol, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2004, s. 216-238.
- Patena W., *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa*, WoltersKluwer, Warszawa 2011.
- Pęksyk M., *Kalkulacja kosztu kapitału*, w: *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*, red. M. Panfil, A. Szablewski, Poltext, Warszawa 2011, s. 79-104.
- Pioch J., *Destrukcja wartości dla akcjonariuszy – wybrane czynniki*, w: *Zarządzanie wartością firmy w dobie kryzysu*, red. S. Kasiewicz, L. Pawłowicz, CeDeWu, Warszawa 2003, s. 35-44.
- Pniewski K., Bartoszewicz B., *Kreowanie wartości jako cel nadrzędny*, w: *Value Based Management: koncepcje, narzędzia, przykłady*, red. A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz, Poltext, Warszawa 2008, s. 49-62.
- Pomoc publiczna dla przedsiębiorców. Wybrane zagadnienia. Perspektywa podmiotu udzielającego pomocy i jej beneficjenta w Polsce*, red. A. Ambroziak, K. Pamuła-Wróbel, R. Zenc, WoltersKluwer, Warszawa 2020.

- Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 1999.
- Shapiro A.C., Balbirer S.D., *Modern Corporate Finance: a Multidisciplinary Approach to Value Creation*, Prentice Hall, Upper Saddle River 2000.
- Skret-Bednarz A., *Dostępna pula pomocy publicznej*, w: *Prawne i podatkowe aspekty prowadzenia działalności w Specjalnych Strefach Ekonomicznych*, red. A. Tałasiewicz, WoltersKluwer, Warszawa 2010, s. 54-130.
- Sobolewski H., *Analiza prognozy rentowności i wspomagania operacyjnego – wprowadzenie teoretyczne*, w: *Analiza finansowa przedsiębiorstwa – ujęcie sytuacyjne*, red. M. Hamrol, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2004, s. 169-173.
- Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2007.
- Tomczyk P., *Klient jako źródło wartości przedsiębiorstwa*, w: *Przedsiębiorstwo a otoczenie*, red. T. Pakulska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012, s. 59-78.
- Vasiu D.E., Ilie L., *How Performant Are the Premium Companies Listed on BSE? A Financial Performance Analysis from a Value Creation Perspective*, Springer 2018.
- Vasudev P.M., *Beyond Shareholder Value: A Framework for Stakeholder Governance*, Edward Elgar Publishing 2021.
- Walasik A., *Wykorzystanie osłony podatkowej przez przedsiębiorstwa*, w: *Finanse przedsiębiorstw wobec procesów globalizacji*, red. L. Pawłowicz, R. Wierzbą, CeDeWu, Warszawa 2003, s. 203-210.
- Wieczorek M., *Źródła wartości dla akcjonariusza*, w: *Wartość w naukach ekonomicznych*, red. H. Zadora, Wydawnictwo Politechniki Śląskiej, Gliwice 2004.
- Wieczorek-Kosmala M., *The Break Even Point Analysis in Terms of EVA account*, w: *Finanse wobec sfery realnej gospodarki T. 2*, red. K. Znaniecka, T. Zieliński, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2008, s. 97-102.
- Włoszczowski B., *Koszt kapitału a wartość firmy w okresie dekonstrukcji*, w: *Zarządzanie wartością firmy w dobie kryzysu*, red. S. Kasiewicz, L. Pawłowicz, CeDeWu, Warszawa 2003, s. 55-63.
- Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości, Warszawa 1999.

Literatura ciągła

- Abate J., Grant J., Stewart III G.B., *The EVA Style of Investing*, „Journal of Portfolio Management” 2004, Vol. 30(4), s. 651-72.
- Akalu M., *Measuring and Ranking Value Drivers*, Tinbergen Institute Discussion Paper 2002 No. 02-043/2.
- Ambroziak A., *Instrumenty podatkowe w specjalnych strefach ekonomicznych – przykład pomocy publicznej wspierającej konkurencyjność polskich regionów*, „Studia i Materiały Podyplomowych Studiów Master of Business Administration na Uniwersytecie Gdańskim” 2004, nr 3, s. 5-26.

- Ashton D., Peasnell K., Wang P., *Residual Income Valuation Models and Inflation*, „European Accounting Review” 2011, Vol. 20(3), s. 1-39.
- Ausloos M., *Valuation Models Applied to Value-Based Management - Application to the Case of UK Companies with Problems*, „Forecasting” 2020, Vol. 2, s. 549-565.
- Bhalla V.K., *Creating Wealth: Corporate Financial Strategy and Decision Making*, „Journal of Management Research” 2004, Vol. 4(1), s. 13-34.
- Bhattacharyya A.K., Phani B.V., *Economic Value Added – A General Perspective*, „Decision” 2000, Vol. 27(2), s. 25-55.
- Biddle G.C., Bowen R.M., Wallace J.S., *Does EVA® Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values*, „Journal of Accounting and Economics” 1997, Vol. 24(3), s. 301-336.
- Biddle G.C., Bowen R.M., Wallace J.S., *Evidence on EVA*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1999, Vol. 12(2), s. 69-79.
- Blair A., *EVA Fever*, „Management Today”, January 1997, s. 42-45.
- Bostan I., Mates D., Hlaciuc E., Grosu V., Iancu E., Socoliuc M., *Implications of the EVA Model Use in the Firm Resources’ Performant Allocation Plan*, „Accounting and Management Information Systems” 2010, Vol. 9(1), s. 120.
- Bourguignon A., *Management Accounting and Value Creation: The Profit and Loss of Reification*, „Critical Perspectives on Accounting” 2005, Vol. 16(4), s. 353-389.
- Brewer P.C., Chandra G., Hock C.A., *Economic Value Added (EVA): Its Uses and Limitations*, „S.A.M. Advanced Management Journal” 1999, Vol. 64(2), s. 4-11.
- Cwynar A., Cwynar W., *Ocena wyników przedsiębiorstwa w świetle modelu ekonomicznego – koncepcja EVA*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza w Firmie” 1999, nr 3, s. 8-12.
- Daraban M.C., *Accounting as a 21st Century Business Value Driver*, CBU International Conference Proceedings 2017, ISE Research Institute, Vol. 5, s. 99-105.
- DeAngelo H., Masulis R., *Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation*, „Journal of Financial Economics” 1980, Vol. 8(1), s. 3-29.
- Dierks P.A., Patel A., *What Is EVA, and How Can It Help Your Company?*, „Management Accounting” 1997, Vol. 79(5), s. 52-58.
- Dobrowolski Z., Drozdowski G., Panait M., Babczuk A., *Can the Economic Value Added Be Used as the Universal Financial Metric?*, „Sustainability” 2022, Vol. 14(5), s. 2967.
- Dobrowolski Z., *Prawne uwarunkowania funkcjonowania specjalnych stref ekonomicznych w Polsce*, „Studia Lubuskie” 200, nr 4, s. 197-215.
- Dodd J.L., Johns J., *EVA Reconsidered*, „Business and Economic Review” 1999, Vol. 45(3), s. 1-22.
- Dunal P., *Rynkowe metody wyceny przedsiębiorstw*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica” 2014, nr 300(2), s. 61-73.
- Fama E., French K., *The Cross-Section of Expected Stock Returns*, „Journal of Finance” 1992, Vol. 47(2), s. 427-465.

- Farslo F., Degel J., Degner J., *Economic Value Added (EVA) and Stock Returns*, „Financier” 2000, Vol. 7(1-4), s. 115-118.
- Financial Performance Analysis Using Economic Value Added (EVA)*, IOP Conference Series. Materials Science and Engineering; Vol. 180(1), Bristol 2017.
- Gordon M.J., Shapiro E., *Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit*, „Management Science” 1956, Vol. 3(1), s. 102-110.
- Grabowska M., *Wartość rynkowa oznaką pozycji i przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2013, nr 786(64/1), s. 147-155.
- Guermat C., Misirlioglu I.U., Al-Omush A.M., *The Long-term Effect of Economic Value Added Adoption on the Firm's Business Decision*, „Accounting Research Journal” 2019, Vol. 32(3), s. 496-513.
- Günay B., Turan Kurtaran A., Faedfar S. *A Model Proposal for Estimating Banks' Future Value: Evidence from Turkey*, „Banks and Bank Systems” 2021, Vol. 16(4), s. 169-178.
- Hamada R.S., *The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks*, „The Journal of Finance” 1972, Vol. 27, s. 435-452.
- Holik G., Nowak Z., *Analiza rozwoju Specjalnej Strefy Ekonomicznej Euro-Park Mielec*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie”, 2004, nr 651, s. 157-179.
- Homaifar G., Zietz J., Benkato O., *An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence*, „Journal of Business Finance and Accounting” 1994, Vol. 21(1), s. 1-14.
- Ion V.M., *Sources of Enterprise Value*, „Junior Scientific Researcher” 2016, Vol. II(1), s. 16-29.
- Khan Y.A., Ahmad M., *Modern Financial Constituency Instruments as Market Economic Performance Determinants*, „International Journal of Financial Engineering (IJFE)” 2022, Vol. 9(3), s. 1-20.
- Kiss A., *Empirical Analysis of the Role of the Firms' Value Drivers*, „Network Intelligence Studies, Romanian Foundation for Business Intelligence” 2015, Iss. 6, s. 91-96.
- Laskowski S., *Zasady ustanawiania i funkcjonowania specjalnych stref ekonomicznych*, „Kontrola Państwowa” 2007, nr 3, s. 72-94.
- Lee Ch.M.C., *Accounting-Based Valuation: Impact on Business Practices and Research*, „Accounting Horizons” 1999, Vol. 13(4), s. 413-425.
- Lintner J., *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*, „The Review of Economics and Statistics” 1965, Vol. 47, s. 222-224.
- López-Arceiz F.J., Bellostas A.J., Rivera P., *Twenty Years of Research on the Relationship Between Economic and Social Performance: A Meta-analysis Approach*, „Social Indicators Research” 2018, Vol. 140, s. 453-484.
- Mäkeläinen E., Roztock N., *Economic Value Added (EVA) for Small Business*, <http://www.evanomics.com> (dostęp: 10.03.2019).
- McLaren J., *A Sterner Test*, „Financial Management” 2003, Jul/Aug, s. 18.

- McLaren J., *A Strategic Perspective on Economic Value Added*, „Management Accounting” 1999, Vol. 77(4), s. 30-32.
- Mikołajek-Gocejna M., *Ekonomiczna wartość dodana (EVA) – czy rzeczywiście mierzy wartość tworzoną dla akcjonariuszy?*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH” 2005, nr 54, s. 121-136.
- Milano G., *Beyond EVA*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2019, Vol. 31(3), s. 116-135.
- Modigliani F., Miller M.H., *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, „American Economic Review” 1965, June, s. 433-443.
- Nogueira Reis P., Augusto M., *The Terminal Value (TV) Performing in Firm Valuation: The Gap of Literature and Research Agenda*, „Journal of Accounting, Auditing and Finance” 2013, Vol. 9, s. 1622-1636.
- Nowicki J., *Zwiększanie wartości dla właścicieli a cel działania przedsiębiorstwa w teorii firmy*, „Zeszyty Naukowe Finanse. Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2012, nr 737(56), s. 193-210.
- Pawlonka T., Bereżnicka J., *Zarządzanie oparte na wartości – filozofia i wyzwanie w zarządzaniu finansami współczesnego przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie. Polityki Europejskie, Finanse i Marketing” 2018, nr 19(68), s. 199-210.
- Piersiala L., *Skuteczność specjalnych stref ekonomicznych w kontekście rozwoju społeczno-gospodarczego*, „Zeszyty Naukowe Politechniki Poznańskiej” 2018, nr 76, s. 217-228.
- Riascos Hermoza J.C., Molina J.E., *Brief Considerations on Business Valuation Methods*, „Revista Tendencias” 2017, Vol. 18(2), s. 168-182.
- Rycharski T., *Nowe regulacje prawne wsparcia przedsiębiorców przez specjalne strefy ekonomiczne w Polsce*, „Prace Naukowe Wyższej Szkoły Zarządzania i Przedsiębiorczości w Wałbrzychu” 2018, nr 46(2), s. 197-209.
- Ryszkiewicz A., *Dostosowanie regulacji w zakresie specjalnych stref ekonomicznych w Polsce do standardów UE*, „Zeszyty Naukowe Kolegium Gospodarki Światowej Szkoły Głównej Handlowej” 1999, t. 7, s. 141-155.
- Sabauri L., *Influence of Accounting Balance Indicators on Investment Evaluation*, „Applied Finance and Accounting” 2016, Vol. 2(1), s. 57-68.
- Schultze W., List T., Schabert B., Dinh T., *Economic Consequences of Implementing and Communicating Value Based Management Systems*, „Journal of Business Finance & Accounting”, 2018, Vol. 45(5-6), s. 511-543.
- Sharpe W.F., *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, „The Journal of Finance” 1964, Vol. 19, s. 425-442.
- Skręt-Bednarz A., Pławiak A., *Rozliczanie strat z tytułu działalności na terenie specjalnej strefy ekonomicznej po cofnięciu zezwolenia*, „Monitor Podatkowy” 2012, nr 12, s. 49-53.
- Stewart B., *EVA – Fact and Fantasy*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1994, No. 2, s. 71-84.

- Sujata B., *Does the EVA Valuation Model Explain the Market Value of Equity Better under Changing Required Return than Constant Required Return?*, „Financial Innovation” 2020, Vol. 6(1), s. 1-23.
- Sytnyk H., Vysochyn I., Zhuk T., Olesenko I., Stratiichuk V., *Enterprise Value Management Based on the Stakeholder Approach*, „Problems and Perspectives in Management” 2021, Vol. 19(3), s. 356-372.
- Sztando A., *Koszty uzyskania regionalnej pomocy publicznej w specjalnych strefach ekonomicznych*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2008, nr 3(1203), s. 461-469.
- Turan Kurtaran A., Günay B., Kurtaran A., *A Model Suggestion for Determining the Values of Firms the Energy Sector: An Application in BIST Electricity Index*, „International Journal of Energy Economics and Policy” 2021, Vol. 11(5), s. 275-280.
- Vasilescu L., Popa A., *Economic Value Added: Pros and Cons*, „Finance – Challenges of the Future” 2011, Vol. 1(13), s. 60-65.
- Villiers J., *The Distortions in Economic Value Added (EVA) Caused by Inflation*, „Journal of Economics and Business” 1997, Vol. 49(3), s. 285-300.
- de Wet J., *Executive Compensation and the EVA and MVA Performance of South African Listed Companies*, „South African Business Review” 2012, Vol. 16(3), s. 57-80.
- Wieczorek-Kosmala M., *Ekonomiczna wartość dodana – obraz efektywności przedsiębiorstwa z punktu widzenia interesów właścicieli*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2011, nr 63, s. 9-22.
- Woods M., Taylor L., Fang G., *Electronics: A Case Study of Economic Value Added in Target Costing*, „Management Accounting Research” 2012, Vol. 23(4), s. 261-277.
- Young S.D., *Economic Value Added: A Primer for European Managers*, „European Management Journal” 1997, Vol. 15(4), s. 335-343.
- Young S.D., *Some Reflections on Accounting Adjustments and Economic Value Added*, „Journal of Financial Statement Analysis” 1999, Vol. 4(2), s. 7-20.

Materiały źródłowe

- Ernst & Young, Raport „Specjalne Strefy Ekonomiczne po 2020 roku”, 2011.
- Główny Urząd Statystyczny, *Roczne wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych od 1950 roku*, <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/ceny-handel/wskazniki-cen/wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych-pot-inflacja-/roczne-wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych/> (dostęp: 29.04.2022).
- Ministerstwo Gospodarki, *Informacja o realizacji ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych*, stan na 31 grudnia 2011, Warszawa 2012, [https://orka.sejm.gov.pl/Druk6ka.nsf/wgdruku/4269/\\$file/4269.pdf](https://orka.sejm.gov.pl/Druk6ka.nsf/wgdruku/4269/$file/4269.pdf) (dostęp: 29.04.2022).
- Ministerstwo Gospodarki, *Informacja o realizacji ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych*, stan na 31 grudnia 2012, Warszawa 2013, <https://orka.sejm.gov.pl/Druk7ka.nsf/0/53C2CEC2950B0C6CC1257B7F002BF6B5/%24File/1412.pdf> (dostęp: 29.04.2022).

- Ministerstwo Gospodarki, *Informacja o realizacji ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych*, stan na 31 grudnia 2013, Warszawa 2014, [https://orka.sejm.gov.pl/Druki7ka.nsf/0/7BB834132B13B600C1257CEC0032ED9E/\\$File/2448.pdf](https://orka.sejm.gov.pl/Druki7ka.nsf/0/7BB834132B13B600C1257CEC0032ED9E/$File/2448.pdf) (dostęp: 29.04.2022).
- Ministerstwo Gospodarki, *Informacja o realizacji ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych*, stan na 31 grudnia 2014, Warszawa 2015, <https://orka.sejm.gov.pl/Druki7ka.nsf/0/BEAB0A75B15FE563C1257E570025DEA6/%24File/3458.pdf> (dostęp: 29.04.2022).
- Ministerstwo Rozwoju, *Informacja o realizacji ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych*, stan na 31 grudnia 2015, Warszawa 2016, <https://orka.sejm.gov.pl/Druki8ka.nsf/0/B01837BE236B7D1DC1257FC5003BADB1/%24File/555.pdf> (dostęp: 29.04.2022).
- Ministerstwo Rozwoju, *Informacja o realizacji ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych*, stan na 31 grudnia 2016, Warszawa 2017, <https://orka.sejm.gov.pl/Druki8ka.nsf/0/E4D7ABF05E358DA0C12581320034249F/%24File/1589.pdf> (dostęp: 29.04.2022).
- Ministerstwo Przedsiębiorczości i Technologii, *Informacja o realizacji ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych*, stan na 31 grudnia 2017, Warszawa 2018, <https://orka.sejm.gov.pl/Druki8ka.nsf/0/6178DA8C683C4543C12582A3003728F2/%24File/2591.pdf> (dostęp: 29.04.2022).
- Ministerstwo Przedsiębiorczości i Technologii, *Informacja o realizacji ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych*, stan na 31 grudnia 2018, Warszawa 2019, <https://orka.sejm.gov.pl/Druki8ka.nsf/0/8A667113AB751837C125840F0037B8EC/%24File/3491.pdf> (dostęp: 29.04.2022).
- Ministerstwo Rozwoju, *Informacja o realizacji ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych*, stan na 31 grudnia 2019, Warszawa 2020, <https://orka.sejm.gov.pl/Druki9ka.nsf/0/D26B0EB344CACA46C1258577004D78B8/%24File/397.pdf> (dostęp: 29.04.2022).
- Ministerstwo Rozwoju, Pracy i Technologii, *Informacja o realizacji ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych*, stan na 31 grudnia 2020, Warszawa 2021, <https://orka.sejm.gov.pl/Druki9ka.nsf/0/98ACBF754CC17A8FC12586EA0047306E/%24File/1244.pdf> (dostęp: 29.04.2022).
- Ministerstwo Rozwoju i Technologii, *Informacja o realizacji ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych*, stan na 31 grudnia 2021, Warszawa 2022, <https://orka.sejm.gov.pl/Druki9ka.nsf/0/EE62D00F1604C7C2C1258853003C9943/%24File/2307.pdf> (dostęp: 1.07.2025).
- Ministerstwo Rozwoju i Technologii, *Informacja o realizacji ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych*, stan na 31 grudnia 2022, Warszawa 2023, <https://orka.sejm.gov.pl/Druki9ka.nsf/0/49B7462B1889DC55C12589C1002F50C8/%24File/3306.pdf> (dostęp: 1.07.2025).
- Ministerstwo Rozwoju i Technologii, *Informacja o realizacji ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych*, stan na 31 grudnia 2023, Warszawa 2023, <https://orka.sejm.gov.pl/Druki10ka.nsf/0/05CC197AAB208CEFC1258B31003E1ED4/%24File/426.pdf> (dostęp: 1.07.2025).

Ministerstwo Rozwoju i Technologii, *Informacja o realizacji ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych*, stan na 31 grudnia 2024, Warszawa 2025, <https://orka.sejm.gov.pl/Druki10ka.nsf/0/C0D42B08C0708321C1258C9D003BBAD1/%24File/1299.pdf> (dostęp: 1.07.2025).

Netografia

<https://ekrs.ms.gov.pl/web/wyszukiwarka-krs/strona-glowna/> (dostęp: 8.02.2022).

<https://pl.investing.com/rates-bonds/poland-10-year-bond-yield> (dostęp: 12.01.2023).

<https://pl.investing.com/rates-bonds/poland-1-year-bond-yield-historical-data> (dostęp: 12.01.2023).

<https://www.emis.com/> (dostęp: 8.02.2022).

<https://www.evanomics.com/evastudy.shtml> (dostęp: 10.03.2019).

<https://www.gpw.pl/spolka?isin=PLHDRTR00013#quotationsTab> (dostęp: 8.02.2022).

<https://www.gpw.pl/spolka?isin=PLINTGR00013> (dostęp: 8.02.2022).

<https://www.gpw.pl/spolka?isin=PLKOMPP00017#quotationsTab> (dostęp: 8.02.2022).

<https://www.gpw.pl/spolka?isin=PLRELPL00014> (dostęp: 8.02.2022).

<https://www.money.pl/pieniadze/bony/archiwum/1921-01-03,2021-01-03,52,strona,1.html> (dostęp: 12.01.2023).

<https://nbp.pl/statystyka-i-sprawozdawczosc/statystyka-monetarna-i-finansowa/statystyka-stop-procentowych/> (dostęp: 14.01.2023).

<https://stoq.pl/q/d/?s=wig&c=1&d1=20000401&d2=20220114&i=m> (dostęp: 15.01.2023).

https://www.uokik.gov.pl/stopa_referencyjna_i_archiwum.php (dostęp: 1.05.2022).

Akty prawne

Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, t.j. Dz. Urz. UE C 202 z 7.6.2016.

Akt dotyczący warunków przystąpienia oraz dostosowań w Traktatach stanowiących podstawę Unii Europejskiej (stanowiący część tzw. traktatu akcesyjnego), Dz. Urz. UE L 236 z 23.09.2003.

Rozporządzenie Komisji (WE) nr 70/2001 z dnia 12 stycznia 2001 r. w sprawie zastosowania art. 87 i 88 Traktatu WE w odniesieniu do pomocy państwa dla małych i średnich przedsiębiorstw, Dz. Urz. UE L 10 z 13.01.2001 z późn. zm.

Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1628/2006 z dnia 24 października 2006 r. w sprawie stosowania art. 87 i 88 Traktatu w odniesieniu do regionalnej pomocy inwestycyjnej, Dz. Urz. UE L 302 z 1.11.2006.

Rozporządzenie Komisji (WE) nr 800/2008 z dnia 6 sierpnia 2008 r. uznające niektóre rodzaje pomocy za zgodne ze wspólnym rynkiem w zastosowaniu art. 87 i 88 Traktatu (ogólne rozporządzenie w sprawie wyłączeń blokowych), Dz. Urz. UE L 214 z 9.08.2008.

- Rozporządzenie Komisji (UE) nr 651/2014 z dnia 17 czerwca 2014 r. uznające niektóre rodzaje pomocy za zgodne z rynkiem wewnętrznym w zastosowaniu art. 107 i 108 Traktatu (ogólne rozporządzenie w sprawie wyłączeń blokowych), Dz. Urz. UE L 187 z 26.06.2014 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 12 stycznia 1991 r. o podatkach i opłatach lokalnych, Dz. U. 1991, nr 9, poz. 31 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, t.j. Dz. U. 2019, poz. 865 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 20 października 1994 r. o specjalnych strefach ekonomicznych, t.j. Dz. U. 2019 poz. 482 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Ordynacja podatkowa, t.j. Dz. U. 2019, poz. 900.
- Ustawa z dnia 30 czerwca 2000 r. o warunkach dopuszczalności i nadzorowaniu pomocy publicznej dla przedsiębiorców, Dz. U. 2000, nr 60, poz. 704.
- Ustawa z dnia 16 listopada 2000 r. o zmianie ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych oraz o zmianie niektórych ustaw, Dz. U. 2000, nr 117, poz. 1228 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 2 października 2003 r. o zmianie ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych i niektórych ustaw, Dz. U. 2003, nr 188, poz. 1840 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 30 kwietnia 2004 r. o postępowaniu w sprawach dotyczących pomocy publicznej, t.j. Dz. U. 2019, poz. 1063.
- Ustawa z dnia 30 maja 2008 r. o zmianie ustawy o specjalnych strefach ekonomicznych, Dz. U. 2008, nr 118, poz. 746.
- Ustawa z dnia 10 maja 2018 r. o wspieraniu nowych inwestycji, t.j. Dz. U. 2020, poz. 1752 z późn. zm.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 5 września 1995 r. w sprawie ustanowienia specjalnej strefy ekonomicznej w Mielcu, Dz. U. 1995, nr 107, poz. 526 z późn. zm.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 18 czerwca 1996 r. w sprawie ustanowienia specjalnej strefy ekonomicznej w województwie katowickim, Dz. U. 1996, nr 88, poz. 397.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 14 października 1997 r. w sprawie ustanowienia specjalnej strefy ekonomicznej w Krakowie, Dz. U. 1997, nr 135, poz. 912 z późn. zm.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 21 grudnia 2000 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie ustanowienia specjalnej strefy ekonomicznej w Krakowie, Dz. U. 2000, nr 115, poz. 1199.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 11 sierpnia 2004 r. w sprawie szczegółowego sposobu obliczania wartości pomocy publicznej udzielanej w różnych formach, t.j. Dz. U. 2018, poz. 461.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 1 września 2004 r. w sprawie ustalenia mapy pomocy regionalnej, Dz. U. 2004, nr 200, poz. 2050.
- Rozporządzenie Ministra Gospodarki i Pracy z dnia 15 listopada 2004 r. w sprawie przetargów i rokowań oraz kryteriów oceny zamierzeń co do przedsięwzięć gospodarczych, które mają być podjęte przez przedsiębiorców na terenie Katowickiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej, Dz. U. 2004, nr 254, poz. 2540 z późn. zm.

- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 13 października 2006 r. w sprawie ustalenia mapy pomocy regionalnej, Dz. U. 2006, nr 190, poz. 1402 z późn. zm.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 10 grudnia 2008 r. w sprawie kryteriów, których spełnienie umożliwia objęcie niektórych gruntów specjalną strefą ekonomiczną, t.j. Dz. U. 2015, poz. 1473.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 10 grudnia 2008 r. w sprawie pomocy publicznej udzielanej przedsiębiorcom działającym na podstawie zezwolenia na prowadzenie działalności gospodarczej na terenach specjalnych stref ekonomicznych, t.j. Dz. U. 2019, poz. 121.
- Rozporządzenie Ministra Gospodarki z dnia 2 lipca 2009 r. w sprawie powierzenia Katowickiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej S.A. udzielania zezwoleń na prowadzenie działalności gospodarczej na terenie Katowickiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej oraz wykonywania kontroli realizacji warunków zezwolenia, Dz. U. 2009, nr 112, poz. 923.
- Rozporządzenie Ministra Gospodarki z dnia 31 sierpnia 2009 r. w sprawie ustalenia planu rozwoju Katowickiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej, Dz. U. 2009, nr 158, poz. 1243.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 30 czerwca 2014 r. w sprawie ustalenia mapy pomocy regionalnej na lata 2014-2021, Dz. U. 2014, poz. 878 z późn. zm.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 12 listopada 2014 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie pomocy publicznej udzielanej przedsiębiorcom działającym na podstawie zezwolenia na prowadzenie działalności gospodarczej na terenach specjalnych stref ekonomicznych, Dz. U. 2014, poz. 1755.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 4 września 2015 r. w sprawie Polskiej Klasyfikacji Wyrobów i Usług, Dz. U. 2015, poz. 1676 z późn. zm.
- Wytyczne w sprawie krajowej pomocy regionalnej, Dz. Urz. UE C 74 z 10.03.1998.
- Wytyczne w sprawie krajowej pomocy regionalnej na lata 2007-2013, Dz. Urz. UE C 54 z 4.3.2006.
- Wytyczne w sprawie pomocy regionalnej na lata 2014–2020, Dz. Urz. UE C 209 z 23.7.2013.
- Wytyczne w sprawie regionalnej pomocy państwa, Dz. Urz. UE C 153 z 29.4.2021.
- Komunikat Komisji Wielosektorowe zasady ramowe dotyczące pomocy regionalnej na rzecz dużych projektów inwestycyjnych, Dz. Urz. UE C 70 z 19.3.2002.
- Komunikat Komisji Europejskiej w sprawie zmiany metody ustalania stóp referencyjnych i dyskontowych, Dz. Urz. UE C 14 z 19.1.2008.
- Obwieszczenie Komisji w sprawie stosowania reguł pomocy publicznej do środków związanych z bezpośrednim opodatkowaniem działalności gospodarczej, Dz. Urz. UE C 384 z 10.12.1998.

Orzecznictwo i piśmiennictwo

Wyrok NSA z 8 października 2009 r., sygn. II FSK 621/08.

Wyrok NSA z 25 maja 2011 r., sygn. II FSK 125/10.

Wyrok NSA z 11 marca 2014 r., sygn. II GSK 136/13.

Wyrok NSA z 5 września 2014 r., sygn. II GSK 1095/13.

Wyrok NSA z 9 września 2014 r., sygn. II GSK 939/13.

Wyrok NSA z 13 grudnia 2016 r., sygn. II FSK 3357/14.

Wyrok NSA z 1 marca 2018 r., sygn. II GSK 5295/16.

Wyrok NSA z 6 sierpnia 2019 r., sygn. II FSK 2725/17.

Wyrok NSA z 19 lipca 2022 r., sygn. II FSK 1986/20.

Wyrok WSA we Wrocławiu z 17 października 2008 r., sygn. I SA/Wr 633/08.

Wyrok WSA w Krakowie z 20 czerwca 2013 r., sygn. I SA/Kr 646/13.

Interpretacja indywidualna Dyrektora Izby Skarbowej w Poznaniu z 2 grudnia 2009 r., sygn. ILPB3/423-753/09-5/ŁM.

Interpretacja indywidualna Dyrektora Izby Skarbowej w Poznaniu z 10 czerwca 2011 r., sygn. ILPB3/423-105/11-3/MM.

Interpretacja indywidualna Dyrektora Izby Skarbowej w Warszawie z 2 stycznia 2012 r., sygn. IPPB3/423-863/11-4/MS.

Interpretacja indywidualna Dyrektora Izby Skarbowej w Warszawie z 17 stycznia 2012 r., sygn. IPPB3/423-928/11-2/MS.

Interpretacja indywidualna Dyrektora Krajowej Informacji Skarbowej z 12 kwietnia 2017 r., sygn. 2461-IBPB-1-3.4510.84.2017.1.AB.

Interpretacja indywidualna Dyrektora Krajowej Informacji Skarbowej z 3 listopada 2017 r., sygn. 0111-KDIB1-2.4010.252.2017.1.BG.

Spis rysunków

1. Wpływ zjawisk finansowych związanych z działalnością strefową na wartość <i>EVA</i>	60
2. Wartość pomocy publicznej netto w perspektywie wieloletniej ustalona na podstawie rynkowej wartości dodanej	78
3. Czynniki kształtujące wartość pomocy publicznej netto dla przedsiębiorstwa wykorzystanej w formie zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych w strefie.....	81
4. Zależności pomiędzy elementami metody szacowania ekonomicznej wartości zwolnienia w strefie.....	83

Spis tabel

1. Zestawienie poziomów intensywności pomocy regionalnej w poszczególnych perspektywach finansowych Unii Europejskiej	30
2. Sposoby ustalania stopy dyskontowej	35
3. Porównanie poziomu nakładów inwestycyjnych i niezapłaconego podatku dochodowego przez przedsiębiorców strefowych	40
4. Zestawienie najważniejszych korekt do EVA	87
5. Charakterystyka spółek wyselekcjonowanych do studiów przypadków	95
6. Oszacowane wartości stopy wolnej od ryzyka (rf) w latach 1998-2020	97
7. Oszacowany koszt kapitału dłużnego w podziale na długoterminowy i krótkoterminowy na podstawie średniego oprocentowania kredytów złotych przedsiębiorstw niefinansowych w latach 1998-2020.....	99
8. Zezwolenia posiadane przez Spółkę 1 wraz z kluczowymi warunkami	100
9. Podstawowe dane finansowe Spółki 1 za ostatni rok objęty badaniem (2019 r.)	101
10. Wielkość kapitału podstawowego Spółki 1 oraz Relpol S.A. w okresie objętym badaniem.....	101
11. Wyliczenie wartości kosztu kapitału własnego w ujęciu rocznym dla Spółki 1 na podstawie danych Relpol S.A. w latach 2000-2020.....	102
12. EVA_{SEZ} i EVA_{nSEZ} oraz wartość wskaźnika $PANV$ i EDB dla Spółki 1 w latach 2000-2019 w ujęciu nominalnym (zł)	103
13. Wartość czynników wzrostu wartości przedsiębiorstwa dla Spółki 1 w latach 2000-2019 (zł)	105
14. Oszacowanie średniego ważonego kosztu kapitału dla Spółki 1 w latach 2000-2020 (zł)	106
15. Wartości zdyskontowane EVA_{SEZ} i EVA_{nSEZ} oraz wyliczenie wartości ΔEVA oraz wartości EDB dla Spółki 1 w latach 2000-2019 (zł).....	107
16. Wartości zwolnienia podatkowego jako EDB i jako ΔEVA w wartościach nominalnych i zdyskontowanych w porównaniu do puli pomocy dla Spółki 1 w latach 2000-2019	108
17. Zezwolenia posiadane przez Spółkę 2 wraz z kluczowymi warunkami	110
18. Podstawowe dane finansowe Spółki 2 za ostatni rok objęty badaniem (2019 r.) .	110
19. Wielkość kapitału podstawowego Spółki 2 oraz Groclin S.A. w okresie objętym badaniem.....	111
20. Wyliczenie wartości kosztu kapitału własnego w ujęciu rocznym dla Spółki 2 na podstawie danych Groclin S.A. w latach 2005-2020.....	112

21. EVA_{SEZ} i EVA_{nSEZ} oraz wartość wskaźnika $PANV$ i EDB dla Spółki 2 w latach 2005-2019 w ujęciu nominalnym (zł)	112
22. Wartość czynników wzrostu wartości przedsiębiorstwa dla Spółki 2 w latach 2005-2019 (zł)	114
23. Oszacowanie średniego ważonego kosztu kapitału dla Spółki 2 w latach 2005-2020 (zł)	115
24. Wartości zdyskontowane EVA_{SEZ} i EVA_{nSEZ} oraz wyliczenie wartości ΔEVA oraz wartości EDB dla Spółki 2 w latach 2005-2019 (zł).....	116
25. Wartości zwolnienia podatkowego jako EDB i jako ΔEVA w wartościach nominalnych i zdyskontowanych w porównaniu do puli pomocy dla Spółki 2 w latach 2005-2019	118
26. Warunki zezwolenia posiadanego przez Spółkę 3	119
27. Podstawowe dane finansowe Spółki 3 za ostatni rok objęty badaniem (2019 r.)	120
28. Wielkość kapitału podstawowego Spółki 3 oraz Komap S.A. w okresie objętym badaniem.....	120
29. Wyliczenie wartości kosztu kapitału własnego w ujęciu rocznym dla Spółki 3 na podstawie danych Komap S.A. w latach 2014-2020	121
30. EVA_{SEZ} i EVA_{nSEZ} oraz wartość wskaźnika $PANV$ i EDB dla Spółki 3 w latach 2014-2019 w ujęciu nominalnym (zł)	121
31. Wartość czynników wzrostu wartości przedsiębiorstwa dla Spółki 3 w latach 2014-2019 (zł)	123
32. Oszacowanie średniego ważonego kosztu kapitału dla Spółki 3 w latach 2014-2020 (zł)	124
33. Wartości zdyskontowane EVA_{SEZ} i EVA_{nSEZ} oraz wyliczenie wartości ΔEVA oraz wartości EDB dla Spółki 3 w latach 2014-2019 (zł).....	125
34. Wartości zwolnienia podatkowego jako EDB i jako ΔEVA w wartościach nominalnych i zdyskontowanych w porównaniu do puli pomocy dla Spółki 3 w latach 2014-2019	126
35. Warunki zezwolenia posiadanego przez Spółkę 4	128
36. Podstawowe dane finansowe Spółki 4 za ostatni rok objęty badaniem (2014 r.)	129
37. Wielkość kapitału podstawowego Spółki 4 oraz Hydrotor S.A. w okresie objętym badaniem.....	130
38. Wyliczenie wartości kosztu kapitału własnego w ujęciu rocznym dla Spółki 4 na podstawie danych Hydrotor S.A. w latach 1998-2015.....	131
39. EVA_{SEZ} i EVA_{nSEZ} oraz wartość wskaźnika $PANV$ i EDB dla Spółki 4 w latach 1998-2014 w ujęciu nominalnym (zł)	131
40. Wartość czynników wzrostu wartości przedsiębiorstwa dla Spółki 4 w latach 1998-2014 (zł)	134
41. Oszacowanie średniego ważonego kosztu kapitału dla Spółki 4 w latach 1998-2015 (zł)	135

42. Wartości zdyskontowane EVA_{SEZ} i EVA_{nSEZ} oraz wyliczenie wartości ΔEVA oraz wartości EDB dla Spółki 4 w latach 1998-2014 (zł).....	137
43. Wartości zwolnienia podatkowego jako EDB i jako ΔEVA w wartościach nominalnych i zdyskontowanych w porównaniu do puli pomocy dla Spółki 4 w latach 1998-2014	138
44. Wartości wskaźnika stosunkowej wartości EDB do ΔEVA dla Spółek 1-4 w kolejnych latach ich działalności w strefie	148

Spis wykresów

1. Poziom stóp dyskontowych w Polsce dla celów pomocy publicznej w latach 1998-2021 w podziale na okresy obowiązywania różnych sposobów ustalania stopy dyskontowej	36
2. Wartość EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} dla Spółki 1 w latach 2000-2019 w ujęciu nominalnym	103
3. Różnica między wartością EDB a wartością wskaźnika $PANV$ dla Spółki 1 w latach 2000-2019 w ujęciu nominalnym	104
4. Wartość EDB oraz ΔEVA dla Spółki 1 w latach 2000-2019 w ujęciu zdyskontowanym	107
5. Sumaryczna wartość zwolnienia podatkowego (ustalona jako EDB) oraz sumaryczny przyrost wartości przedsiębiorstwa (ustalony jako ΔEVA) dla Spółki 1 w latach 2000-2019 w ujęciach nominalnym i zdyskontowanym	109
6. Wartość uzyskanego i pozostałego do wykorzystania zwolnienia podatkowego ustalonego według przepisów i według opracowanej metody dla Spółki 1 za lata 2000-2019 w ujęciu zdyskontowanym	109
7. Wartość EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} dla Spółki 2 w latach 2005-2019 w ujęciu nominalnym	113
8. Różnica między wartością EDB a wartością wskaźnika $PANV$ dla Spółki 2 w latach 2005-2019 w ujęciu nominalnym	113
9. Wartość EDB oraz ΔEVA dla Spółki 2 w latach 2005-2019 w ujęciu zdyskontowanym	117
10. Sumaryczna wartość zwolnienia podatkowego (ustalona jako EDB) oraz sumaryczny przyrost wartości przedsiębiorstwa (ustalony jako ΔEVA) dla Spółki 2 w latach 2005-2019 w ujęciach nominalnym i zdyskontowanym	118
11. Wartość uzyskanego i pozostałego do wykorzystania zwolnienia podatkowego ustalonego według przepisów i według opracowanej metody dla Spółki 2 za lata 2005-2019 w ujęciu zdyskontowanym	118
12. Wartość EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} dla Spółki 3 w latach 2014-2019 w ujęciu nominalnym	122
13. Różnica między wartością EDB a wartością wskaźnika $PANV$ dla Spółki 3 w latach 2014-2019 w ujęciu nominalnym	122
14. Wartość EDB oraz ΔEVA dla Spółki 3 w latach 2014-2019 w ujęciu zdyskontowanym	125
15. Sumaryczna wartość zwolnienia podatkowego (ustalona jako EDB) oraz sumaryczny przyrost wartości przedsiębiorstwa (ustalony jako ΔEVA) dla Spółki 3 w latach 2014-2019 w ujęciach nominalnym i zdyskontowanym ...	127

16. Wartość uzyskanego i pozostałego do wykorzystania zwolnienia podatkowego ustalonego według przepisów i według opracowanej metody dla Spółki 3 za lata 2014-2019 w ujęciu zdyskontowanym	127
17. Wartość EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} dla Spółki 4 w latach 1998-2014 w ujęciu nominalnym	132
18. Różnica między wartością EDB a wartością wskaźnika $PANV$ dla Spółki 4 w latach 1998-2014 w ujęciu nominalnym	133
19. Wartość EDB oraz ΔEVA dla Spółki 4 w latach 1998-2014 w ujęciu zdyskontowanym	137
20. Sumaryczna wartość zwolnienia podatkowego (ustalona jako EDB) oraz sumaryczny przyrost wartości przedsiębiorstwa (ustalony jako ΔEVA) dla Spółki 4 w latach 1998-2014 w ujęciach nominalnym i zdyskontowanym....	139
21. Wartość uzyskanego i pozostałego do wykorzystania zwolnienia podatkowego ustalonego według przepisów i według opracowanej metody dla Spółki 4 za lata 1998-2014 w ujęciu zdyskontowanym	139
22. Różnica między EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} w ujęciu nominalnym dla Spółek 1-4 w poszczególnych latach kalendarzowych w okresie ich działalności w strefie	140
23. Stosunkowa wartość EVA_{SEZ} do EVA_{nSEZ} w ujęciu nominalnym dla Spółek 1-4 w poszczególnych latach kalendarzowych w okresie ich działalności w strefie	141
24. Stosunkowa wartość EVA_{SEZ} do EVA_{nSEZ} w ujęciu nominalnym dla Spółek 1-4 w kolejnych latach ich działalności w strefie	142
25. Różnica między EVA_{SEZ} oraz EVA_{nSEZ} w ujęciu zdyskontowanym dla Spółek 1-4 w poszczególnych latach kalendarzowych w okresie ich działalności w strefie	143
26. Porównanie stosunkowej wartości EVA_{SEZ} do EVA_{nSEZ} w ujęciu zdyskontowanym dla Spółek 1-4 w poszczególnych latach kalendarzowych w okresie ich działalności w strefie	144
27. Stosunkowa wartość EVA_{SEZ} do EVA_{nSEZ} w ujęciu zdyskontowanym dla Spółek 1-4 w kolejnych latach ich działalności w strefie	144
28. Różnica między EDB a ΔEVA w ujęciu nominalnym dla Spółek 1-4 w poszczególnych latach kalendarzowych w okresie ich działalności w strefie	145
29. Stosunkowa wartość EDB do ΔEVA w ujęciu nominalnym dla Spółek 1-4 w poszczególnych latach kalendarzowych w okresie ich działalności w strefie	146
30. Stosunkowa wartość EDB do ΔEVA w ujęciu nominalnym dla Spółek 1-4 w kolejnych latach ich działalności w strefie	149
31. Stosunkowa wartość EDB do ΔEVA w ujęciu nominalnym dla Spółek 1-4 w kolejnych latach ich działalności w strefie – wycinek wykresu dla wartości mieszczących się w przedziale od 0 do 2.....	150
32. Różnica między EDB a ΔEVA dla Spółek 1-4 w ujęciu zdyskontowanym w poszczególnych latach kalendarzowych w okresie ich działalności w strefie ..	151

33. Stosunkowa wartość <i>EDB</i> do ΔEVA w ujęciu zdyskontowanym dla Spółek 1-4 w poszczególnych latach kalendarzowych w okresie ich działalności w strefie	152
34. Stosunkowa wartość <i>EDB</i> do ΔEVA w ujęciu zdyskontowanym dla Spółek 1-4 w kolejnych latach ich działalności w strefie	153
35. Wartość zwolnienia podatkowego (ustalona jako <i>EDB</i>) oraz przyrost wartości przedsiębiorstwa (ustalony jako ΔMVA) w całym okresie objętym badaniem dla Spółek 1-4 w ujęciu nominalnym.....	154
36. Wartość zwolnienia podatkowego (ustalona jako <i>EDB</i>) oraz przyrost wartości przedsiębiorstwa (ustalony jako ΔMVA) w całym okresie objętym badaniem dla Spółek 1-4 w ujęciu zdyskontowanym.....	155
37. Wartość uzyskanego i pozostałego do wykorzystania zwolnienia podatkowego ustalonego dla Spółek 1-4 według przepisów oraz według opracowanej metody w ujęciu zdyskontowanym	156

Załączniki

Załącznik 1. Średnia roczna rentowność bonów skarbowych 52-tygodniowych w okresie 01.1998-01.1999 i 01.2000-02.2002 oraz jednorocznych obligacji skarbowych w okresie 02.1999-12.1999 i 03.2002-12.2020

Data		Rentowność bonów skarbowych lub jednorocznych obligacji skarbowych w danym miesiącu	Średnia roczna z rentowności w poszczególnych miesiącach
rok	miesiąc		
1998	01	23,89%	18,68%
	02	22,78%	
	03	22,49%	
	04	22,71%	
	05	21,35%	
	06	20,44%	
	07	17,61%	
	08	15,84%	
	09	16,19%	
	10	15,45%	
	11	13,17%	
	12	12,31%	
1999	01	11,80%	13,25%
	02	11,60%	
	03	12,15%	
	04	12,10%	
	05	12,35%	
	06	12,20%	
	07	12,46%	
	08	12,40%	
	09	14,15%	
	10	15,55%	
	11	16,30%	
	12	15,90%	
2000	01	16,17%	17,65%
	02	17,07%	
	03	17,62%	
	04	17,21%	
	05	17,88%	
	06	17,86%	
	07	17,72%	
	08	18,33%	
	09	18,28%	
	10	18,08%	
	11	17,96%	
	12	17,68%	
2001	01	16,85%	14,59%
	02	16,69%	
	03	16,65%	
	04	15,67%	
	05	15,42%	
	06	15,40%	
2002	07	15,09%	8,13%
	08	14,36%	
	09	13,89%	
	10	12,51%	
	11	11,74%	
	12	10,76%	
	01	9,63%	
	02	9,71%	
	03	9,70%	
	04	9,60%	
	05	9,35%	
	06	8,40%	
2003	07	8,20%	5,43%
	08	7,75%	
	09	7,15%	
	10	6,30%	
	11	5,90%	
	12	5,90%	
	01	5,90%	
	02	5,78%	
	03	5,61%	
	04	5,25%	
	05	4,60%	
	06	4,85%	
2004	07	5,00%	6,65%
	08	4,90%	
	09	5,10%	
	10	5,84%	
	11	6,28%	
	12	6,03%	
	01	5,84%	
	02	5,93%	
	03	5,95%	
	04	6,45%	
	05	6,95%	
	06	6,96%	
2005	07	7,20%	4,83%
	08	7,50%	
	09	7,10%	
	10	6,94%	
	11	6,72%	
	12	6,30%	
2006	01	6,29%	4,83%
	02	5,53%	
	03	5,41%	
	04	5,30%	
	05	5,05%	
	06	4,49%	

	07	4,30%	
	08	4,30%	
	09	4,18%	
	10	4,35%	
	11	4,35%	
	12	4,37%	
2006	01	4,15%	4,22%
	02	3,89%	
	03	3,95%	
	04	3,98%	
	05	4,06%	
	06	4,50%	
	07	4,40%	
	08	4,43%	
	09	4,45%	
	10	4,35%	
	11	4,26%	
	12	4,24%	
2007	01	4,12%	4,78%
	02	4,23%	
	03	4,34%	
	04	4,45%	
	05	4,50%	
	06	4,65%	
	07	4,80%	
	08	4,90%	
	09	5,05%	
	10	5,20%	
	11	5,40%	
	12	5,70%	
2008	01	5,80%	6,36%
	02	5,65%	
	03	6,00%	
	04	6,35%	
	05	6,35%	
	06	6,65%	
	07	6,71%	
	08	6,65%	
	09	6,48%	
	10	6,41%	
	11	6,80%	
	12	6,45%	
2009	01	5,70%	4,71%
	02	4,35%	
	03	4,90%	
	04	4,99%	
	05	5,05%	
	06	5,15%	
	07	4,50%	
	08	4,43%	
	09	4,49%	
	10	4,45%	
	11	4,34%	
	12	4,21%	
2010	01	4,25%	3,99%
	02	3,93%	
	03	3,89%	
	04	3,88%	
	05	3,70%	

	06	3,91%	
	07	4,20%	
	08	4,02%	
	09	3,99%	
	10	4,00%	
	11	4,12%	
2011	12	4,03%	4,50%
	01	4,03%	
	02	4,15%	
	03	4,49%	
	04	4,53%	
	05	4,65%	
	06	4,64%	
	07	4,63%	
	08	4,62%	
	09	4,51%	
	10	4,50%	
	11	4,40%	
2012	12	4,82%	4,41%
	01	4,57%	
	02	4,51%	
	03	4,50%	
	04	4,50%	
	05	4,63%	
	06	4,78%	
	07	4,65%	
	08	4,61%	
	09	4,55%	
	10	4,10%	
	11	3,94%	
2013	12	3,62%	2,91%
	01	3,09%	
	02	3,43%	
	03	3,49%	
	04	3,18%	
	05	2,65%	
	06	2,74%	
	07	2,88%	
	08	2,75%	
	09	2,75%	
	10	2,79%	
	11	2,71%	
2014	12	2,43%	2,45%
	01	2,70%	
	02	2,96%	
	03	2,87%	
	04	2,86%	
	05	2,67%	
	06	2,71%	
	07	2,41%	
	08	2,38%	
	09	2,26%	
	10	2,08%	
	11	1,73%	
2015	12	1,79%	1,69%
	01	1,80%	
	02	1,53%	
	03	1,63%	
	04	1,55%	

	05	1,62%	
	06	1,65%	
	07	1,79%	
	08	2,06%	
	09	1,76%	
	10	1,70%	
	11	1,58%	
	12	1,58%	
2016	01	1,55%	1,50%
	02	1,44%	
	03	1,38%	
	04	1,37%	
	05	1,40%	
	06	1,47%	
	07	1,70%	
	08	1,56%	
	09	1,55%	
	10	1,58%	
	11	1,49%	
	12	1,54%	
2017	01	1,52%	1,52%
	02	1,73%	
	03	1,67%	
	04	1,63%	
	05	1,57%	
	06	1,53%	
	07	1,63%	
	08	1,55%	
	09	1,42%	
	10	1,52%	
	11	1,25%	
	12	1,29%	
2018	01	1,45%	1,35%
	02	1,42%	
	03	1,41%	

	04	1,34%	
	05	1,32%	
	06	1,37%	
	07	1,40%	
	08	1,37%	
	09	1,36%	
	10	1,35%	
	11	1,26%	
	12	1,15%	
2019	01	0,97%	1,30%
	02	1,39%	
	03	1,53%	
	04	1,57%	
	05	1,58%	
	06	1,53%	
	07	1,39%	
	08	1,20%	
	09	1,29%	
	10	1,20%	
	11	0,97%	
	12	1,03%	
2020	01	1,02%	0,46%
	02	1,19%	
	03	1,36%	
	04	0,94%	
	05	0,55%	
	06	0,14%	
	07	0,12%	
	08	0,11%	
	09	0,09%	
	10	-0,01%	
	11	0,03%	
	12	0,00%	

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z: <https://pl.investing.com/rates-bonds/poland-1-year-bond-yield-historical-data> (dostęp: 12.01.2023) oraz wyliczeń własnych na podstawie danych z: <https://www.money.pl/pieniadze/bony/archiwum/1921-01-03,2021-01-03,52,strona,1.html> (dostęp: 12.01.2023).

Załącznik 2. Średnia miesięczna stopa zwrotu ustalona jako miesięczna zmiana notowań
Warszawskiego Indeksu Giełdowego (WIG) w latach 2000-2020

Data	Miesięczna stopa zmian notowań WIG				
2000-01-31	7,27%	2004-08-31	2,57%	2009-07-31	15,92%
2000-02-29	11,03%	2004-09-30	4,24%	2009-08-31	7,64%
2000-03-31	-1,30%	2004-10-31	0,60%	2009-09-30	-0,99%
2000-04-30	-7,64%	2004-11-30	0,02%	2009-10-31	2,25%
2000-05-31	-0,31%	2004-12-31	4,77%	2009-11-30	3,00%
2000-06-30	0,37%			2009-12-31	1,02%
2000-07-31	-3,32%	2005-01-31	-2,41%	2010-01-31	0,18%
2000-08-31	-3,01%	2005-02-28	8,85%	2010-02-28	-3,37%
2000-09-30	-8,35%	2005-03-31	-3,63%	2010-03-31	9,66%
2000-10-31	-7,61%	2005-04-30	-5,33%	2010-04-30	2,00%
2000-11-30	4,45%	2005-05-31	3,61%	2010-05-31	-4,08%
2000-12-31	9,55%	2005-06-30	5,94%	2010-06-30	-5,15%
2001-01-31	-1,37%	2005-07-31	7,47%	2010-07-31	7,80%
2001-02-28	-12,11%	2005-08-31	3,01%	2010-08-31	-0,59%
2001-03-31	-4,99%	2005-09-30	7,77%	2010-09-30	7,16%
2001-04-30	3,88%	2005-10-31	-5,26%	2010-10-31	2,19%
2001-05-31	2,37%	2005-11-30	5,94%	2010-11-30	-1,88%
2001-06-30	-10,78%	2005-12-31	4,94%	2010-12-31	4,69%
2001-07-31	-5,87%	2006-01-31	6,33%	2011-01-31	-0,70%
2001-08-31	-2,47%	2006-02-28	2,64%	2011-02-28	0,81%
2001-09-30	-7,12%	2006-03-31	3,52%	2011-03-31	2,50%
2001-10-31	15,52%	2006-04-30	9,39%	2011-04-30	2,62%
2001-11-30	2,18%	2006-05-31	-9,92%	2011-05-31	0,03%
2001-12-31	-0,81%	2006-06-30	2,55%	2011-06-30	-3,22%
2002-01-31	15,38%	2006-07-31	12,92%	2011-07-31	-2,61%
2002-02-28	-4,88%	2006-08-31	-5,52%	2011-08-31	-10,46%
2002-03-31	-1,65%	2006-09-30	1,59%	2011-09-30	-9,36%
2002-04-30	0,64%	2006-10-31	7,50%	2011-10-31	7,56%
2002-05-31	3,44%	2006-11-30	6,06%	2011-11-30	-4,03%
2002-06-30	-9,27%	2006-12-31	0,36%	2011-12-31	-4,83%
2002-07-31	-9,06%	2007-01-31	8,22%	2012-01-31	8,86%
2002-08-31	4,08%	2007-02-28	-4,87%	2012-02-29	1,55%
2002-09-30	-4,74%	2007-03-31	10,84%	2012-03-31	-0,71%
2002-10-31	10,13%	2007-04-30	3,97%	2012-04-30	-2,41%
2002-11-30	4,04%	2007-05-31	6,29%	2012-05-31	-6,16%
2002-12-31	-2,02%	2007-06-30	3,95%	2012-06-30	7,98%
2003-01-31	-3,63%	2007-07-31	-3,64%	2012-07-31	-1,59%
2003-02-28	-0,50%	2007-08-31	-4,74%	2012-08-31	3,51%
2003-03-31	-0,12%	2007-09-30	-0,46%	2012-09-30	5,21%
2003-04-30	3,64%	2007-10-31	4,57%	2012-10-31	-1,16%
2003-05-31	7,33%	2007-11-30	-10,21%	2012-11-30	4,12%
2003-06-30	4,46%	2007-12-31	-1,82%	2012-12-31	5,43%
2003-07-31	12,61%	2008-01-31	-14,20%	2013-01-31	-1,31%
2003-08-31	18,51%	2008-02-29	-0,47%	2013-02-28	-1,20%
2003-09-30	-9,40%	2008-03-31	1,03%	2013-03-31	-2,45%
2003-10-31	6,90%	2008-04-30	-2,75%	2013-04-30	-2,18%
2003-11-30	-6,93%	2008-05-31	-0,14%	2013-05-31	8,25%
2003-12-31	8,26%	2008-06-30	-11,75%	2013-06-30	-6,40%
2004-01-31	5,41%	2008-07-31	3,06%	2013-07-31	4,87%
2004-02-29	6,25%	2008-08-31	-4,54%	2013-08-31	4,15%
2004-03-31	2,37%	2008-09-30	-7,69%	2013-09-30	2,93%
2004-04-30	1,82%	2008-10-31	-24,01%	2013-10-31	6,57%
2004-05-31	-2,87%	2008-11-30	-4,46%	2013-11-30	2,05%
2004-06-30	1,45%	2008-12-31	0,36%	2013-12-31	-6,25%
2004-07-31	-1,32%	2009-01-31	-9,34%	2014-01-31	-0,88%
		2009-02-28	-12,13%	2014-02-28	5,86%
		2009-03-31	10,81%	2014-03-31	-2,67%
		2009-04-30	20,73%	2014-04-30	-0,92%
		2009-05-31	1,05%	2014-05-31	0,34%
		2009-06-30	3,74%		

2014-06-30	-0,25%	2016-09-30	-1,77%	2018-12-31	-0,88%
2014-07-31	-3,65%	2016-10-31	4,40%	2019-01-31	4,64%
2014-08-31	3,66%	2016-11-30	-1,10%	2019-02-28	-0,77%
2014-09-30	5,80%	2016-12-31	6,45%	2019-03-31	-0,39%
2014-10-31	-1,69%	2017-01-31	6,72%	2019-04-30	0,80%
2014-11-30	-1,30%	2017-02-28	5,55%	2019-05-31	-3,72%
2014-12-31	-3,44%	2017-03-31	-0,67%	2019-06-30	3,93%
2015-01-31	1,33%	2017-04-30	6,45%	2019-07-31	-0,86%
2015-02-28	2,31%	2017-05-31	-2,52%	2019-08-31	-4,91%
2015-03-31	1,48%	2017-06-30	1,54%	2019-09-30	1,02%
2015-04-30	4,41%	2017-07-31	2,59%	2019-10-31	0,81%
2015-05-31	-1,67%	2017-08-31	3,80%	2019-11-30	-0,49%
2015-06-30	-3,97%	2017-09-30	-1,05%	2019-12-31	0,58%
2015-07-31	-1,08%	2017-10-31	0,90%	2020-01-31	-1,99%
2015-08-31	-2,79%	2017-11-30	-3,74%	2020-02-29	-13,06%
2015-09-30	-2,84%	2017-12-31	2,09%	2020-03-31	-15,53%
2015-10-31	0,90%	2018-01-31	3,61%	2020-04-30	10,79%
2015-11-30	-4,69%	2018-02-28	-6,58%	2020-05-31	4,36%
2015-12-31	-3,02%	2018-03-31	-5,39%	2020-06-30	3,00%
2016-01-31	-4,69%	2018-04-30	2,66%	2020-07-31	1,81%
2016-02-29	2,57%	2018-05-31	-4,42%	2020-08-31	2,30%
2016-03-31	7,90%	2018-06-30	-2,32%	2020-09-30	-4,30%
2016-04-30	-2,81%	2018-07-31	7,17%	2020-10-31	-10,75%
2016-05-31	-3,77%	2018-08-31	0,39%	2020-11-30	19,37%
2016-06-30	-2,39%	2018-09-30	-2,04%	2020-12-31	8,33%
2016-07-31	3,18%	2018-10-31	-6,21%	Średnia miesięczna	0,64%
2016-08-31	3,82%	2018-11-30	5,23%	Średnia roczna	7,72%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z: <https://stooq.pl/q/d/?s=wig&c=1&d1=20000401&d2=20220114&i=m> (dostęp: 15.01.2023).

Załącznik 3. Średnia roczna stopa rentowności 10-letnich obligacji skarbowych
w latach 2000-2020

Rok	Średnia roczna stopa rentowności na podstawie notowań 10-letnich obligacji skarbowych
2000	11,96%
2001	10,69%
2002	7,26%
2003	5,90%
2004	6,90%
2005	5,20%
2006	5,27%
2007	5,48%
2008	6,09%
2009	6,11%
2010	5,83%
2011	6,02%
2012	5,14%
2013	4,05%
2014	3,64%
2015	2,68%
2016	3,03%
2017	3,49%
2018	3,25%
2019	2,46%
2020	1,52%
Średnia	5,33%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z: <https://pl.investing.com/rates-bonds/poland-10-year-bond-yield> (dostęp: 12.01.2023).

Załącznik 4. Średnie roczne oprocentowanie krótkoterminowych oraz długoterminowych kredytów złotych dla przedsiębiorstw niefinansowych w latach 1998-2020

Okres		Średnie oprocentowanie kredytów złotych			
rok	miesiąc	o zapadalności 1 rok		o zapadalności 3 lata (od 2004.01 - 1-5 lat)	
		w danym miesiącu	średnia roczna	w danym miesiącu	średnia roczna
1998	01	25,79%	24,48%	26,42%	24,78%
	02	26,86%		26,76%	
	03	26,75%		26,82%	
	04	26,17%		26,42%	
	05	25,83%		26,11%	
	06	25,70%		25,89%	
	07	25,34%		25,47%	
	08	23,71%		23,93%	
	09	23,48%		23,61%	
	10	22,55%		22,91%	
	11	21,97%		22,33%	
	12	19,61%		20,64%	
1999	01	18,22%	16,94%	19,47%	17,27%
	02	16,61%		17,04%	
	03	16,45%		16,85%	
	04	16,66%		17,13%	
	05	16,40%		16,95%	
	06	16,35%		16,78%	
	07	16,33%		16,68%	
	08	15,78%		16,10%	
	09	16,08%		16,29%	
	10	16,46%		16,66%	
	11	17,86%		17,80%	
	12	20,03%		19,52%	
2000	01	19,25%	20,00%	19,18%	20,06%
	02	19,39%		19,07%	
	03	19,56%		19,43%	
	04	19,57%		19,51%	
	05	19,55%		19,65%	
	06	19,75%		19,89%	
	07	19,63%		19,83%	
	08	19,99%		20,15%	
	09	20,66%		20,77%	
	10	20,88%		21,05%	
	11	20,85%		21,03%	
	12	20,89%		21,12%	
2001	01	20,73%	18,36%	20,95%	18,54%
	02	20,57%		20,83%	
	03	19,57%		19,53%	
	04	19,31%		19,20%	
	05	19,07%		19,22%	
	06	18,75%		18,90%	
	07	18,21%		18,77%	
	08	17,91%		18,42%	
	09	17,58%		18,02%	
	10	16,93%		16,84%	
	11	16,34%		16,26%	
	12	15,39%		15,56%	
2002	01	14,71%	11,92%	14,95%	12,64%
	02	14,22%		14,51%	
	03	13,09%		13,80%	
	04	12,81%		13,79%	

	05	12,61%		13,53%	
	06	12,17%		12,92%	
	07	11,79%		12,53%	
	08	11,49%		12,26%	
	09	11,13%		11,94%	
	10	10,27%		11,40%	
	11	10,09%		10,96%	
	12	8,67%		9,07%	
2003	01	8,37%	7,30%	8,75%	7,86%
	02	8,11%		8,42%	
	03	7,86%		8,29%	
	04	7,56%		8,06%	
	05	7,19%		7,72%	
	06	7,01%		7,41%	
	07	6,83%		7,59%	
	08	6,80%		7,50%	
	09	6,80%		7,46%	
	10	7,02%		7,74%	
	11	7,07%		7,76%	
	12	7,02%		7,66%	
2004	01	6,84%	7,44%	7,00%	7,43%
	02	6,79%		6,91%	
	03	6,84%		7,06%	
	04	7,06%		6,83%	
	05	7,00%		7,04%	
	06	7,12%		7,42%	
	07	7,34%		6,89%	
	08	7,80%		7,50%	
	09	8,10%		7,96%	
	10	8,06%		8,12%	
	11	8,17%		8,19%	
	12	8,18%		8,20%	
2005	01	8,18%	7,06%	8,13%	7,15%
	02	8,22%		8,22%	
	03	7,94%		7,97%	
	04	7,79%		7,89%	
	05	7,39%		7,46%	
	06	6,96%		7,26%	
	07	6,67%		6,84%	
	08	6,47%		6,56%	
	09	6,26%		6,49%	
	10	6,13%		6,27%	
	11	6,41%		6,38%	
	12	6,30%		6,34%	
2006	01	6,42%	5,91%	6,37%	5,98%
	02	6,27%		6,29%	
	03	5,97%		6,00%	
	04	5,90%		5,98%	
	05	5,79%		5,92%	
	06	5,82%		5,91%	
	07	5,74%		5,85%	
	08	5,70%		5,83%	
	09	5,78%		5,87%	
	10	5,84%		5,86%	
	11	5,83%		5,98%	
	12	5,85%		5,84%	
2007	01	5,77%	6,06%	5,82%	6,15%
	02	5,82%		5,92%	
	03	5,77%		5,79%	

	04	5,67%		5,85%	
	05	5,72%		5,94%	
	06	5,83%		6,02%	
	07	5,95%		6,20%	
	08	6,17%		6,29%	
	09	6,24%		6,36%	
	10	6,39%		6,45%	
	11	6,62%		6,49%	
	12	6,75%		6,71%	
2008	01	6,88%	7,50%	6,89%	7,52%
	02	6,80%		6,89%	
	03	6,99%		7,00%	
	04	7,26%		7,26%	
	05	7,43%		7,44%	
	06	7,60%		7,54%	
	07	7,74%		7,73%	
	08	7,73%		7,80%	
	09	7,85%		7,85%	
	10	7,98%		7,96%	
	11	7,92%		7,96%	
	12	7,82%		7,95%	
2009	01	7,66%	6,52%	7,48%	6,31%
	02	6,83%		6,78%	
	03	6,57%		6,37%	
	04	6,18%		5,97%	
	05	6,18%		5,87%	
	06	6,51%		6,40%	
	07	6,30%		6,18%	
	08	6,33%		6,05%	
	09	6,34%		6,05%	
	10	6,39%		6,12%	
	11	6,47%		6,25%	
	12	6,46%		6,20%	
2010	01	6,51%	6,18%	6,30%	6,57%
	02	6,61%		6,44%	
	03	6,59%		6,54%	
	04	6,38%		6,58%	
	05	6,48%		6,56%	
	06	6,10%		6,53%	
	07	6,06%		6,45%	
	08	5,94%		6,60%	
	09	5,84%		6,73%	
	10	5,85%		6,69%	
	11	5,96%		6,82%	
	12	5,85%		6,64%	
2011	01	5,64%	6,17%	6,51%	6,97%
	02	6,00%		6,79%	
	03	5,92%		6,79%	
	04	5,93%		6,67%	
	05	6,10%		6,93%	
	06	6,10%		7,01%	
	07	6,11%		7,08%	
	08	6,22%		7,13%	
	09	6,43%		7,15%	
	10	6,48%		7,10%	
	11	6,62%		7,24%	
	12	6,44%		7,20%	
2012	01	6,59%	6,36%	7,31%	7,21%
	02	6,31%		7,30%	

	03	6,08%		7,25%	
	04	6,15%		7,24%	
	05	6,26%		7,28%	
	06	6,23%		7,29%	
	07	6,58%		7,25%	
	08	6,56%		7,26%	
	09	6,49%		7,27%	
	10	6,57%		7,16%	
	11	6,53%		7,05%	
	12	6,00%		6,86%	
2013	01	6,11%	5,03%	6,65%	5,50%
	02	5,93%		6,42%	
	03	5,59%		6,15%	
	04	5,39%		5,90%	
	05	5,26%		5,72%	
	06	4,98%		5,36%	
	07	4,71%		5,11%	
	08	4,58%		5,09%	
	09	4,47%		4,92%	
	10	4,52%		4,91%	
	11	4,51%		4,93%	
	12	4,34%		4,88%	
2014	01	4,21%	4,28%	4,91%	4,67%
	02	4,46%		4,82%	
	03	4,47%		4,87%	
	04	4,40%		4,78%	
	05	4,37%		4,77%	
	06	4,52%		4,76%	
	07	4,38%		4,72%	
	08	4,44%		4,78%	
	09	4,35%		4,66%	
	10	4,09%		4,46%	
	11	3,91%		4,27%	
	12	3,75%		4,27%	
2015	01	3,61%	3,20%	4,20%	3,79%
	02	3,56%		4,18%	
	03	3,43%		3,96%	
	04	3,19%		3,74%	
	05	3,15%		3,68%	
	06	3,18%		3,66%	
	07	3,07%		3,76%	
	08	3,06%		3,67%	
	09	3,07%		3,65%	
	10	3,03%		3,72%	
	11	3,06%		3,67%	
	12	3,04%		3,63%	
2016	01	3,00%	3,16%	3,59%	3,65%
	02	3,06%		3,55%	
	03	2,97%		3,43%	
	04	3,00%		3,44%	
	05	3,08%		3,40%	
	06	3,08%		3,46%	
	07	3,24%		3,81%	
	08	3,25%		3,84%	
	09	3,26%		3,79%	
	10	3,31%		3,83%	
	11	3,35%		3,86%	
	12	3,27%		3,79%	

2017	01	3,31%	3,30%	3,82%	3,80%
	02	3,32%		3,83%	
	03	3,27%		3,80%	
	04	3,30%		3,80%	
	05	3,32%		3,81%	
	06	3,26%		3,93%	
	07	3,28%		3,76%	
	08	3,28%		3,79%	
	09	3,36%		3,78%	
	10	3,31%		3,76%	
	11	3,31%		3,79%	
	12	3,24%		3,78%	
2018	01	3,33%	3,34%	3,76%	3,82%
	02	3,32%		3,81%	
	03	3,33%		3,81%	
	04	3,36%		3,85%	
	05	3,43%		3,83%	
	06	3,38%		3,84%	
	07	3,38%		3,81%	
	08	3,33%		3,84%	
	09	3,36%		3,82%	
	10	3,32%		3,78%	
	11	3,28%		3,84%	
	12	3,20%		3,81%	
2019	01	3,20%	3,23%	3,81%	3,80%
	02	3,26%		3,86%	
	03	3,17%		3,82%	
	04	3,20%		3,79%	
	05	3,25%		3,84%	
	06	3,27%		3,81%	
	07	3,34%		3,76%	
	08	3,26%		3,74%	
	09	3,24%		3,83%	
	10	3,19%		3,81%	
	11	3,27%		3,82%	
	12	3,14%		3,76%	
2020	01	3,11%	2,18%	3,80%	2,95%
	02	3,10%		3,80%	
	03	2,90%		3,80%	
	04	2,60%		3,20%	
	05	2,30%		3,10%	
	06	2,00%		2,90%	
	07	1,80%		2,50%	
	08	1,70%		2,50%	
	09	1,60%		2,50%	
	10	1,60%		2,40%	
	11	1,70%		2,50%	
	12	1,70%		2,40%	

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z: <https://nbp.pl/statystyka-i-sprawozdawczosc/statystyka-monetarna-i-finansowa/statystyka-stop-procentowych/> (dostęp: 14.01.2023).

Specjalne strefy ekonomiczne (SSE) od lat stanowią jeden z kluczowych instrumentów polityki gospodarczej państwa, mających na celu wspieranie inwestycji, tworzenie miejsc pracy i rozwój regionalny. Monografia w sposób kompleksowy analizuje skutki zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych (CIT) dla przedsiębiorstw działających w SSE, ukazując, jak ten mechanizm wpływa na ich wyniki ekonomiczno-finansowe.

Autorka łączy podejście teoretyczne z analizą empiryczną, opartą na danych finansowych firm funkcjonujących w strefach, by zweryfikować rzeczywiste efekty wsparcia podatkowego. Opracowanie dostarcza pogłębionej wiedzy o skuteczności instrumentów fiskalnych w stymulowaniu rozwoju przedsiębiorczości i konkurencyjności gospodarki.

To publikacja wartościowa zarówno dla środowiska akademickiego – badaczy zajmujących się finansami przedsiębiorstw, ekonomią i polityką fiskalną, jak i dla praktyków – menedżerów, analityków i doradców podatkowych.

dr Agnieszka Skręt-Bednarz jest obecnie adiunktem w Katedrze Finansów Przedsiębiorstw i Ubezpieczeń Gospodarczych Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach. Wcześniej przez dwadzieścia lat zdobywała doświadczenie zawodowe w firmie EY Doradztwo Podatkowe, gdzie w ostatnim okresie zajmowała stanowisko Doświadzonego Menedżera. W swojej pracy doradczej specjalizowała się w zagadnieniach związanych z różnymi formami pomocy publicznej, ze szczególnym uwzględnieniem zwolnień podatkowych w specjalnych strefach ekonomicznych, a następnie w tzw. Polskiej Strefie Inwestycji. Jest współautorką podręcznika „Prawne i podatkowe aspekty prowadzenia działalności w Specjalnych Strefach Ekonomicznych” pod redakcją A. Tałasiewicz oraz autorką licznych artykułów i publikacji dotyczących tematyki strefowej, opublikowanych zarówno w czasopismach naukowych, jak i prasie codziennej.

 0009-0004-1064-6566

ISBN 978-83-7875-961-4



Uniwersytet
Ekonomiczny
w Katowicach