



Oddziaływanie przeszacowania nieruchomości inwestycyjnych do wartości godziwej na wynik operacyjny wybranych spółek deweloperskich notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie

JERZY GIERUSZ *, *KAROLINA LANGE* **

Streszczenie

Celem głównym artykułu jest ustalenie wpływu przeszacowania nieruchomości inwestycyjnych do wartości godziwej na wynik operacyjny wybranych spółek deweloperskich. Badaniami objęto pięć grup kapitałowych notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie za lata 2013–2017, tj. w okresie po wdrożeniu MSSF 13. Ocenie poddano także metody, techniki i istotne założenia przyjęte do pomiaru wartości godziwej poszczególnych obiektów. Udowodniono, że znaczna część zysku netto analizowanych podmiotów jest efektem zmian szacunków wartości godziwej nieruchomości. W szczególności w wypadku kwota ta była 15-krotnie większa od ujawnionego zysku netto.

Słowa kluczowe: nieruchomości inwestycyjne, wartość godziwa, MSR40, sprawozdanie finansowe.

Abstract

Impact of fair value measurement of investment properties on operating profits of selected developers listed on Warsaw Stock Exchange

This article discusses the impact of measuring investment properties at fair value on operating profit of developers. The research covered five entities listed on the Stock Exchange in Warsaw for the years 2013–2017, which is after the implementation of IFRS 13. The analysis also included methods, techniques and important assumptions necessary to measure fair value of individual properties. It has been proved that changes in fair values account for a significant part of net profits of the entities. In one case the amount was 15 times bigger than the net profit.

Keywords: investment properties, fair value, IAS 40, financial statements.

* Prof. dr hab. Jerzy Gierusz, Uniwersytet Gdański, Wydział Zarządzania, Katedra Rachunkowości, gierusz@wp.pl, ORCID: 0000-0002-6693-9323.

** Mgr Karolina Lange, absolwentka Uniwersytetu Gdańskiego, karolina01@wp.pl.



Wprowadzenie

Nieruchomości inwestycyjne stanowią specyficzną grupę aktywów. Łączą bowiem w sobie cechy środków trwałych – przez długi okres ich użytkowania oraz inwestycji, stanowiąc formę lokowania wolnych środków pieniężnych. Rodzi to poważne dylematy, co do podstaw wyceny bilansowej tej kategorii. Z jednej strony, celowe wydaje się sięganie po proste, sprawdzalne i relatywnie tanie w stosowaniu metody, właściwe kosztowi historycznemu – jakimi są cena nabycia lub koszt wytworzenia. Z drugiej strony, dla oceny trafności decyzji inwestycyjnych konieczna jest wycena według aktualnych wartości rynkowych lub inaczej ustaloną wartość godziwą. W „tradycyjnych” przedsiębiorstwach produkcyjnych, usługowych lub handlowych nieruchomości inwestycyjne stanowią niewielki odsetek wartości aktywów (Gierusz, Stepnowska, 2018), dlatego przyjęty wariant wyceny nie ma większego wpływu na obraz tych podmiotów zawarty w sprawozdaniu finansowym. Funkcjonują jednak na rynku spółki deweloperskie, dla których zakup lub wytwarzanie nieruchomości we własnym zakresie, a następnie ich wynajem, stanowi podstawową formę aktywności gospodarczej. Należy przypuszczać, że towarzyszy temu znaczny udział analizowanej grupy aktywów w strukturze bilansu tych jednostek. W opisywanej sytuacji wybór modelu wyceny bilansowej nieruchomości inwestycyjnych może mieć kluczowe znaczenie dla informacji ujawnianych w sprawozdaniu finansowym.

Wartość godziwa jako obiekt badań naukowych obecna jest w literaturze przedmiotu od wielu lat. Przedmiotem zainteresowania są głównie:

1. Metodyczne aspekty pomiaru tej kategorii (Barth, Clinch, 1998; Gierusz J., 2012; Gierusz M., 2017; Nissim, Penman, 2008).
2. Powody, dla których wartość godziwa przyjmowana jest jako podstawa wyceny aktywów i zobowiązań (Andre i in., 2012; Bareja, Giedroyc, 2016; Bessieux – Ollier, Walliser, 2012; Hlaing, Pourjalali, 2012; Missionier – Piera, 2007).
3. Zalety i wady jej stosowania (Gierusz J., 2011; Jaijairam, 2013).
4. Reakcje rynku na sprawozdania finansowe przygotowane zgodnie z modelem wartości godziwej (Armstrong i in., 2011; Iatridis, Dalla, 2011; Sapkauskiene, Orlovskij, 2017; Van Tendeloo, Vanstraelen, 2005).
5. Zakres wykorzystania badanej kategorii przez poszczególne podmioty, w tym spółki deweloperskie (Cairns i in., 2011; Frenzel, 2011; Gierusz J., Stepnowska, 2018; Kędzior, 2015; Żurawska, Frenzel, 2011).

Celem głównym niniejszego artykułu jest ustalenie wpływu przeszacowań nieruchomości inwestycyjnych do wartości godziwej na wynik operacyjny raportowany przez wybrane spółki sektora deweloperskiego notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Celem pobocznym jest zbadanie metod i technik pomiaru wartości godziwej nieruchomości inwestycyjnych stosowanych przez analizowane podmioty oraz przyjętych w tym celu istotnych założeń. Tezę główną sformułowano

następująco: w badanych spółkach deweloperskich przeszacowanie nieruchomości inwestycyjnych do wartości godziwej stanowi istotny czynnik kształtujący wynik operacyjny. Przez tę ostatnią kategorię będziemy rozumieć zysk/stratę netto (po opodatkowaniu), z wyłączeniem innych całkowitych dochodów. W pracy wykorzystano metody analizy literatury przedmiotu i aktów prawnych oraz analizy sprawozdań finansowych wybranych jednostek. Podmiotem badań uczyniono pięć grup kapitałowych sektora deweloperskiego notowanych na GPW w Warszawie, których spółkami dominującymi są: GTC S.A., Capital Park S.A., MLP S.A., Rang Progress S.A. oraz Polski Holding Nieruchomości S.A. Dobierając próbę kierowano się przede wszystkim zróżnicowaniem analizowanych podmiotów ze względu na: ich wielkość (mierzoną sumą bilansową, kwotą przychodów i stanem zatrudnienia), rynki, na których operują (kraj, zagranica, duże i małe miasta), charakter obiektów, jakimi dysponują (mieszkania, magazyny, hale przemysłowe, galerie handlowe). Ważnym czynnikiem był ponadto zakres ujawnianych informacji, szczególnie w obszarze metod i technik wykorzystywanych do pomiaru wartości godziwej nieruchomości. Badania obejmują lata 2013–2017, a więc okres po wejściu w życie Międzynarodowego Standardu Sprawozdawczości Finansowej nr 13 „Wycena wartości godziwej”.

1. Pojęcie i zakres nieruchomości inwestycyjnych

Zgodnie z par. 5 MSR 40 „Nieruchomość inwestycyjna to nieruchomość (grunt, budynek lub część budynku albo oba te elementy), którą właściciel lub leasingobiorca w leasingu finansowym traktuje jako źródła przychodów z czynszów lub utrzymuje w posiadaniu ze względu na przyrost ich wartości, względnie obie te korzyści, przy czym nieruchomość taka nie jest:

- 1) wykorzystywana przy produkcji, dostawach dóbr, świadczeniu usług lub czynnościach administracyjnych lub
- 2) przeznaczona na sprzedaż w ramach zwykłej działalności” (IFRS, 2015, s. A1140).

Na tle innych składników aktywów, a zwłaszcza środków trwałych, nieruchomości inwestycyjne wyróżniają następujące cechy:

- 1) forma pozyskiwania korzyści ekonomicznych – są to przychody z wynajmu, dzierżawy lub leasingu operacyjnego, ewentualnie wzrost wartości rynkowej obiektów;
- 2) brak dodatkowych nakładów – z reguły już sam fakt posiadania nieruchomości i jej przekazanie w użytkowanie innej jednostce są źródłami korzyści, nie wymaga to ponoszenia znacznych kosztów materiałów, pracy, energii itp.;
- 3) pominięcie efektu synergii – korzyści, o których mowa osiągane są z reguły przez poszczególne obiekty niezależnie od siebie, nie ma tu potrzeby budowy linii technologicznych lub organizacji wydziałów produkcyjnych;
- 4) łatwa identyfikacja przepływów pieniężnych – niezależność nieruchomości powoduje, że przepływy pieniężne – zarówno wpływy, jak i wydatki – generuje każda z nich

indywidualnie, co w przypadku środków trwałych należy do rzadkości (Gierusz, 2017, s. 519–520).

W praktyce nieruchomości inwestycyjne obejmują między innymi:

- grunty oraz prawo wieczystego użytkowania gruntu utrzymywane ze względu na wzrost ich wartości rynkowej;
- budynki lub pojedyncze lokale stanowiące odrębną własność, przekazane w najem (dzierżawę) – wytworzone lub nabyte w tym celu;
- nieruchomości o nieznanym przeznaczeniu (IFRS, 2015, s. A1140).

Nie zalicza się do nieruchomości inwestycyjnych w szczególności:

- obiektów wykorzystywanych do produkcji, świadczenia usług, prowadzenia działalności handlowej lub realizacji czynności administracyjnych, ewentualnie utrzymywanych z zamiarem ich późniejszego wykorzystania do tych działań – są to środki trwałe;
- nabytych lub wytworzonych w celu ich sprzedaży – są to zapasy (IFRS, 2015, s. A1141).

2. Wycena początkowa i bilansowa nieruchomości inwestycyjnych

Na potrzeby początkowego ujęcia, nieruchomości inwestycyjne wycenia się podobnie jak środki trwałe, to jest w zależności od sposobu ich pozyskania, w przypadku:

- a) zakupu – w cenie nabycia;
- b) wytworzenia we własnym zakresie – w koszcie wytworzenia.

Cena nabycia jest tu rozumiana zgodnie z par. 16 MSR 16 „Rzeczowe aktywa trwałe”, jako cena zakupu, powiększona o koszty około transakcyjne – podatki, opłaty notarialne, koszty usług prawnych, geologicznych, pośrednictwa itp.

Jeżeli budynek jest wznoszony samodzielnie przez przedsiębiorstwo, pojawia się składnik aktywów „Nieruchomość inwestycyjna w trakcie budowy”. Zasady wyceny tej kategorii są ściśle uzależnione od tego, jak ustalana będzie wartość bilansowa gotowej nieruchomości. Jeżeli wykonany obiekt będzie wyceniany zgodnie z modelem kosztu historycznego – jego wartość w toku budowy wyznaczy koszt wytworzenia, liczony według reguł opisanych w par. 16–22 MSR 16.

O ile do wyceny ukończonego budynku zastosowany będzie model wartości godziwej, koszt wytworzenia można uznać za właściwą podstawę wyceny „Nieruchomości inwestycyjnej w trakcie budowy” do momentu, gdy możliwy staje się pomiar wartości godziwej tego aktywa (par. 53A MSR40, IFRS, 2015, s. A1147). Przedstawione zasady znajdują zastosowanie także w sytuacji, gdy „Nieruchomość w trakcie budowy” została

zakupiona. Jest to jedyny przypadek, gdy składnik aktywów już w trakcie jego wytwarzania może być wyceniony według aktualnej wartości rynkowej.

Jak już wspomniano, na potrzeby wyceny bilansowej nieruchomości inwestycyjnych MSR 40 przewiduje wykorzystanie dwóch alternatywnych modeli:

- wartości godziwej lub
- kosztu historycznego.

Pierwsze z tych podejść – wyraźnie preferowane przez twórców standardu – można scharakteryzować następująco:

- poszczególne obiekty wyceniane są zgodnie z regulacjami MSSF 13;
- zasada ta dotyczy wszystkich nieruchomości pozostających w portfelu jednostki, przez cały czas sprawowania nad nimi kontroli;
- budynki i lokale nie są amortyzowane, koszty ulepszenia nie podlegają aktywowaniu – zmiany wartości z tych tytułów powinny znaleźć odzwierciedlenie w korektach wartości godziwej;
- skutki przeszacowania z kosztu historycznego do wartości godziwej oraz bieżącej weryfikacji wartości obiektów kształtują wynik operacyjny podmiotu.

Pozytywne aspekty zastosowania modelu wartości godziwej to przede wszystkim ujawnienie w bilansie rzeczywistej wartości inwestycji, a przez to zbliżenie się do realizacji, idei jasnego i rzetelnego obrazu. Opisywane podejście niesie jednak ze sobą pewne ryzyko – manipulowania wartością aktywów i wyniku finansowego, podziału niezrealizowanych zysków, czy popełnienia błędów w trakcie audytu. Ponadto, stosowanie wskazanych rozwiązań w praktyce jest drogie (potrzeba zatrudnienia rzeczoznawcy) i trudne – zwłaszcza przy braku rozwiniętych rynków niektórych nieruchomości.

Model kosztu historycznego pozwala (dla celów wyceny) traktować nieruchomości inwestycyjne jak środki trwałe – koszty ulepszenia są aktywowane, szczególnie obiekty podlegają amortyzacji, objęte są też odpisami aktualizującymi wartość, zgodnie z MSR 36, „Utrata wartości aktywów”.

Zalety opisywanych procedur sprowadzają się do ich relatywnej prostoty i niskich kosztów pozyskiwania informacji. Wadą jest przede wszystkim prezentacja w sprawozdaniu finansowym systematycznie malejącej wartości inwestycji, co pozostaje w sprzeczności z istotą tej kategorii.

3. Charakterystyka badanych podmiotów

Próbę badawczą stanowiło pięć grup kapitałowych branży deweloperskiej notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Charakterystykę ich działalności zawarto w tabeli 1.

Tabela 1. Charakterystyka badanych grup kapitałowych

Grupa kapitałowa	Opis grupy kapitałowej	Region działalności	Opis działalności
GTC	Jednostką dominującą grupy Globe Trade Center S.A. została zarejestrowana w Warszawie w 1996 r., gdzie mieści się siedziba spółki. Skład GK GTC stanowią GTC S.A. jako podmiot dominujący, 96 jednostek zależnych oraz trzy jednostki stowarzyszone i współzależne. Większościowym udziałowcem jednostki dominującej jest globalna firma z sektora <i>private equity</i> Lone Star	Głównie Polska, ale również stolice państw Europy Środkowej, Wschodniej i Południowej (Rumunia, Węgry, Chorwacja, Serbia, Bułgaria, Słowacja)	Grupa prowadzi działalność w ramach portfela nieruchomości komercyjnych, obejmujących powierzchnie biurowe oraz handlowe. Zajmuje się ich budową oraz wynajmem. Budynek należący do grupy znajduje się w centrum dzielnicy biznesowych, blisko najważniejszych szlaków komunikacyjnych. Najemcami są głównie duże koncerny międzynarodowe. Grupa przez ostatnie 20 lat realizowała również projekty mieszkaniowe na sprzedaż, jednak obecnie wycofuje się z tego obszaru działalności
Capital Park	Jednostką dominującą grupy jest Capital Park S.A., z siedzibą w Warszawie, działająca od 2003 r. Wraz z nią w skład grupy wchodzi 57 spółek zależnych i współkontrolowanych. Głównym udziałowcem grupy są Fundusze Patron z Grupy Patron Capital Partners – jedno z wiodących w Europie grup funduszy inwestujących w nieruchomości	34 miasta w całej Polsce	Grupa prowadzi działalność z zakresu zarządzania bardzo zdwyersyfikowanym portfelem nieruchomości. Grupa nabywa nieruchomości o różnej funkcjonalności, co do których przewiduje /potencjalny wzrost ich wartości
MLP	Jednostką dominującą grupy – MLP S.A. powstała w 1995 r. w wyniku przekształcenia przedsiębiorstwa państwowego Zakłady Naprawcze Taboru Kolejowego w Pruszkowie w jednoosobową spółkę Skarbu Państwa. Spółka działa pod firmą MLP Group S.A. od 2007 r. W skład GK MLP Group wchodzi MLP Group S.A. jako podmiot dominujący oraz 30 spółek zależnych. Głównym akcjonariuszem spółki dominującej jest Cajamarca Holland B.V. z siedzibą w Holandii, kontrolowana przez Israel Land Development Company Ltd.	Polska	Grupa zajmuje się budową nowoczesnych centrów magazynowo-produkcyjnych oraz ich wynajmem i zarządzaniem. Dostarcza rozwiązań w zakresie optymalizacji powierzchni magazynowo-produkcyjnej. Działa więc na rynku w roli dewelopera, konsultanta, jak i zarządzający nieruchomości

Rank Progress	Jednostka dominująca Grupy Rank Progress powstała w 2007 r. w wyniku przekształcenia spółki Bartnicki, Mroczka E.F. Rank Progress Sp. j. ze spółki jawnej w spółkę akcyjną. Grupa Kapitałowa Rank Progress, z siedzibą w Legnicy, składa się z jednostki dominującej Rank Progress S.A., która nie jest jednostką zależną od innej jednostki oraz z około 50 spółek zależnych	Polska, strategia firmy co do lokalizacji inwestycji skupia się na średniej wielkości miastach	Grupa Rank Progress jest firmą dewelopersko-inwestycyjną. Swoją działalność koncentruje na pozyskiwaniu atrakcyjnie zlokalizowanych gruntów w średniej wielkości miastach w Polsce, a następnie ich zabudowie, z przeznaczeniem przede wszystkim na wynajem bądź sprzedaż. Swoją obecną i przyszłą działalność Grupa koncentruje na realizowaniu następujących projektów: <ul style="list-style-type: none"> • wielkopowierzchniowe centra handlowo-usługowe, • śródmiejskie galerie handlowe, • obiekty o funkcji mieszanej tj. mieszkaniowo-usługowo-biurowej, • wysoko rentowne krótkoterminowe projekty inwestycyjne
Polski Holding Nieruchomości	Jednostka dominująca grupy – Polski Holding Nieruchomości S.A., z siedzibą w Warszawie, powstał w 2011 r. w wyniku konsolidacji spółek z sektora nieruchomości należących do Skarbu Państwa. PHN S.A. jest podmiotem dominującym bezpośrednio lub pośrednio dla 49 podmiotów. Większościowym akcjonariuszem grupy jest Skarb Państwa	Działalność skoncentrowana jest w Warszawie oraz największych regionalnych miastach w Polsce: Poznaniu, Trójmieście, Łodzi, Wrocławiu	Przedmiot działalności Grupy stanowią: <ul style="list-style-type: none"> • realizacja projektów deweloperskich, • zarządzanie nieruchomościami dla zewnętrznych partnerów, • projekty specjalne

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych grup kapitałowych GTC S.A., Capital Park S.A., MLP S.A., Rank Progress S.A., Polski Holding Nieruchomości S.A. sporządzonych za rok 2017.

Badane spółki prezentują pełen zakres procesów realizowanych przez sektor deweloperski. Budują, kupują i wynajmują wielkopowierzchniowe budynki o różnorodnych funkcjach. Obiekty te zlokalizowane są w Warszawie, aglomeracji Wrocławia, Poznania, Łodzi i Trójmiasta, jak również w mniejszych miastach Polski. Grupa GTC obecna jest ponadto w stolicach państw środkowo-wschodniej i południowej Europy. Podstawowe parametry opisujące wielkość analizowanych grup – przychody ze sprzedaży, wartość aktywów oraz średnioroczne zatrudnienie przedstawiono w tabeli 2.

Tabela 2. Parametry charakteryzujące wielkość badanych grup kapitałowych za lata 2013–2017

Grupa kapitałowa	Pozycja	2013	2014	2015	2016	2017
GTC	przychody ze sprzedaży	515 709	520 153	491 035	524 814	548 111
	suma aktywów	7 143 633	6 466 183	6 646 024	8 137 904	9 103 445
	liczba zatrudnionych	162	144	143	172	171
Capital Park	przychody ze sprzedaży	36 161	51 633	73 280	109 629	127 287
	suma aktywów	1 616 195	1 858 758	2 152 521	2 337 450	2 471 102
	liczba zatrudnionych	12	11	11	8	14
MLP	przychody ze sprzedaży	92 082	102 786	102 091	101 033	100 311
	suma aktywów	1 095 395	1 234 436	1 126 169	1 177 981	1 358 350
	liczba zatrudnionych	23	23	18	16	19
Rank Progress	przychody ze sprzedaży	43 959	63 663	73 823	79 643	85 142
	suma aktywów	1 018 904	1 030 448	969 296	930 844	812 337
	liczba zatrudnionych	65	87	84	103	94
PHN	przychody ze sprzedaży	171	166	154	167	150
	suma aktywów	2 458	2 283	2 514	2 681	2 643
	liczba zatrudnionych	183	122	118	129	139

Objaśnienie: przychody ze sprzedaży i suma aktywów – dane w tys. złotych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych grup kapitałowych GTC, Capital Park, MLP, Rank Progress, Polski Holding Nieruchomości, sporządzonych za lata 2013–2017.

4. Nieruchomości inwestycyjne w bilansach badanych grup kapitałowych

Podstawową działalnością analizowanych podmiotów jest wynajem budynków i lokali. Dlatego też pozycja „Nieruchomości inwestycyjne” została w sprawozdaniach tych spółek odpowiednio wyeksponowana, poprzez jej ujawnienie w pierwszym wierszu bilansu. Powoduje to, że uwaga czytelnika sprawozdania finansowego od początku skupiona jest właśnie na tej grupie aktywów.

W tabeli 3 przedstawiono wartość nieruchomości inwestycyjnych oraz jej udział w sumie bilansowej badanych jednostek na koniec lat 2013–2017.

Tabela 3. Wartość nieruchomości inwestycyjnych wybranych grup kapitałowych na dzień bilansowy lat 2013–2017 oraz ich udział w sumie aktywów

Grupa kapitałowa	Pozycja	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
GTC	wartość nieruchomości inwestycyjnych	5 705 461	5 205 628	5 491 066	7 099 082	8 078 370
	odsetek sumy aktywów	80	81	83	87	89
Capital Park	wartość nieruchomości inwestycyjnych	1 321 653	1 595 986	1 934 579	2 084 314	2 174 397
	odsetek sumy aktywów	82	86	90	89	88
MLP	wartość nieruchomości inwestycyjnych	930 708	1 046 337	845 153	968 524	1 162 880
	odsetek sumy aktywów	85	85	75	82	86
Rank Progress	wartość nieruchomości inwestycyjnych	751 642	738 793	722 064	697 757	557 242
	odsetek sumy aktywów	74	72	74	75	69
PHN	wartość nieruchomości inwestycyjnych	1 928	1 924	2 015	2 325	2 270
	odsetek sumy aktywów	78	84	80	87	86

Objaśnienie: wartość nieruchomości inwestycyjnych – dane w tys. złotych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych grup kapitałowych GTC, Capital Park, MLP, Rank Progress, Polski Holding Nieruchomości, sporządzonych za lata 2013–2017.

Nieruchomości inwestycyjne stanowią dominującą pozycję aktywów wszystkich analizowanych spółek deweloperskich. Udział tej grupy w sumie bilansowej waha się od 69% w Rang Progress na koniec 2017 roku do 90% w Capital Park w dniu 31.12.2015 roku.

W większości spółek jest to ok 80%. Wartość analizowanych aktywów w badanym okresie zamykała się w przedziale od 1,9 mln zł (PHN – 31.12.2014) do ok 8 mld zł (GTC – 31.12.2017). Według zapisów polityki rachunkowości wszystkie analizowane spółki wyceniają swoje nieruchomości inwestycyjne w wartości godziwej, zgodnie z MSR 40.

Strukturę nieruchomości inwestycyjnych badanych grup kapitałowych według przeznaczenia wynajmowanych powierzchni przedstawiono w tabeli 4.

Tabela 4. Struktura portfela nieruchomości inwestycyjnych wybranych grup kapitałowych na koniec lat 2013–2017 według przeznaczenia wynajmowanych obiektów (dane w %)

Grupa kapitałowa	Charakter obiektów	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
GTC	biurowe	65	69	71	74	62
	handlowe	35	31	29	26	38
Capital Park	biurowe	42	43	42	44	brak danych
	wielofunkcyjne	32	34	37	38	
	handlowe	19	18	16	15	
	pozostałe	7	5	5	3	
MLP	magazynowe	61	75	86	87	85
	produkcyjne	29	8	4	4	4
	biurowe	10	17	10	9	11
Rang Progress		brak danych				
PHN	biurowe	52	52	63	brak danych	brak danych
	handlowe	17	17	16		
	mieszkalniowe	9	9	6		
	magazynowe	22	22	15		

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych grup kapitałowych GTC, Capital Park, MLP, Rang Progress, PHN za lata 2013–2017.

Wśród przekazanych w najem obiektów dominują te przeznaczone na cele biurowe i handlowe. Wyjątkiem jest tu Grupa MLP specjalizująca się w powierzchniach magazynowych. Tylko jedna spółka (PHN) posiada w swym portfelu budynki mieszkalne.

5. Zmiany wartości godziwej nieruchomości inwestycyjnych a wynik operacyjny badanych spółek

Ważnym źródłem przychodów realizowanych przez analizowane podmioty jest wynajem opisanych wcześniej nieruchomości inwestycyjnych – wskazują na to dane zawarte w tabeli 5.

Z informacji przedstawionych w tabelach 2 i 5 wynika, że ok 80% ogółu przychodów badanych spółek deweloperskich pochodzi z wynajmu. Skala rozbieżności zamyka się w przedziale od 66% (Rang Progress za rok 2017) do 99% (PHN za rok 2017). Wszystkie z wybranych grup kapitałowych odnotowały znaczną nadwyżkę przychodów z wynajmu nad kosztami operacyjnymi generowanymi przez nieruchomości inwestycyjne. Zrealizowana marża wynosiła od 18,7% (MLP za rok 2016), do 82,2% (Capital Park za rok 2013).

Tabela 5. Przychody z wynajmu nieruchomości inwestycyjnych oraz związane z nimi koszty operacyjne ujawnione w notach dodatkowych sprawozdań finansowych za lata 2013–2017 wybranych grup kapitałowych (w tys. zł)

Rok	Pozycja	GTC	Capital Park*	MLP**	Rank Progress	PHN
2013	Przychody z wynajmu nieruchomości inwestycyjnych	352 766	35 628	78 520	40979	131
	Koszty operacyjne nieruchomości inwestycyjnych przeznaczonych na wynajem	131 250	6 350	36 945	17 432	59
	Marża (w %)	62,8	82,2	52,9	57,5	55,0
2014	Przychody z wynajmu nieruchomości inwestycyjnych	352 076	50 702	87 049	62 200	121
	Koszty operacyjne nieruchomości inwestycyjnych przeznaczonych na wynajem	120 128	9 181	40 444	23 844	65
	Marża (w %)	65,9	81,9	53,5	61,7	46,3
2015	Przychody z wynajmu nieruchomości inwestycyjnych	333 190	72 373	85 226	63 092	127
	Koszty operacyjne nieruchomości inwestycyjnych przeznaczonych na wynajem	110 715	16 736	42 907	25 366	67
	Marża (w %)	66,8	76,9	49,7	59,8	47,2

ciąg dalszy tabeli 5

Rok	Pozycja	GTC	Capital Park*	MLP**	Rank Progress	PHN
2016	Przychody z wynajmu nieruchomości inwestycyjnych	377 396	107 732	67 262	64 042	154
	Koszty operacyjne nieruchomości inwestycyjnych przeznaczonych na wynajem Marża (w %)	121 670 67,8	26 321 75,6	54 675 18,7	23 743 62,9	76 50,1
2017	Przychody z wynajmu nieruchomości inwestycyjnych	387 799	125 758	75 548	56 330	149
	Koszty operacyjne nieruchomości inwestycyjnych przeznaczonych na wynajem Marża (w %)	136 588 64,8	32 689 74,0	52 533 30,5	25 263 55,2	69 53,7

* Grupa Capital Park informację o kosztach związanych z wynajmowanymi nieruchomościami inwestycyjnymi wyszczególniła w sprawozdaniu z zysków i strat i innych całkowitych dochodów.

** Grupa MLP wyszczególniła w informacji dodatkowej wszystkie koszty sprzedaży i ogólnego zarządu, dodając informację, że w zdecydowanej większości obejmują one wydatki związane z utrzymaniem nieruchomości inwestycyjnych (poza amortyzacją rzeczowych aktywów trwałych i podatku od nieruchomości w części dotyczącej niezabudowanej powierzchni).

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych grup kapitałowych GTC, Capital Park, MLP, Rank Progress, Polski Holding Nieruchomości sporządzonych za lata 2013-2017.

Obok najmu, drugim ważnym czynnikiem kształtującym wynik operacyjny analizowanych przedsiębiorstw są zmiany wartości godziwej nieruchomości inwestycyjnych. Świadczą o tym dane prezentowane w tabeli 6.

Tabela 6. Wynik z aktualizacji wartości nieruchomości inwestycyjnych w związku z ich wyceną do wartości godziwej i jego wpływ na zysk/stratę netto wybranych do analizy grup kapitałowych w latach 2013–2017 (w tys. zł)

Grupa kapitałowa	Pozycja	2013	2014	2015	2016	2017
GTC	zysk/strata z aktualizacji wartości nieruchomości inwestycyjnych	-685 825	-675 380	112 986	375 231	630 985
	zysk/strata netto	-746 065	-876 628	184 158	699 369	664 459
	procentowy udział w zysku/stracie netto	92	77	61	54	95

Grupa kapitałowa	Pozycja	2013	2014	2015	2016	2017
	zysk/strata netto bez aktualizacji wartości nieruchomości inwestycyjnych	-60 240	-201 248	71 172	324 138	33 474
Capital Park	zysk/strata z aktualizacji wartości nieruchomości inwestycyjnych	27 075	-50 497	74 959	74 852	-83 222
	zysk/strata netto	27 448	-63 615	56 220	35 211	-9 715
	procentowy udział w zysku/stracie netto	99	79	133	213	857
	zysk/strata netto bez aktualizacji wartości nieruchomości inwestycyjnych	373	-13 118	-18 739	-39 641	73 507
MLP	zysk/strata z aktualizacji wartości nieruchomości inwestycyjnych	16 526	47 386	19 700	58 304	8 602
	zysk/strata netto	56 608	54 769	74 628	66 415	47 287
	procentowy udział w zysku/stracie netto	29	87	26	88	18
	zysk/strata netto bez aktualizacji wartości nieruchomości inwestycyjnych	40 082	7 383	54 928	8 111	38 685
Rank Progress	zysk/strata z aktualizacji wartości nieruchomości inwestycyjnych	23 730	-22 996	-28 686	21 686	-28 106
	zysk/strata netto	-10 969	-59 695	-50 810	15 312	1 826
	procentowy udział w zysku/stracie netto	216	39	56	142	1539
	zysk/strata netto bez aktualizacji wartości nieruchomości inwestycyjnych	-34 699	-36 699	-22 124	-6 374	29 932
PHN	zysk/strata z aktualizacji wartości nieruchomości inwestycyjnych	-32	-40	-87	5	-19
	zysk/strata netto	107	108	51	31	31
	procentowy udział w zysku/stracie netto	30	37	171	15	61
	zysk/strata netto bez aktualizacji wartości nieruchomości inwestycyjnych	139	148	138	26	50

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych grup kapitałowych GTC, Capital Park, MLP, Rank Progress, Polski Holding Nieruchomości sporządzonych za lata 2013–2017.

W grupie GTC zysk/strata z aktualizacji wartości nieruchomości inwestycyjnych stanowiła od 54% (w roku 2016) do 95% (w roku 2017) zysku netto. W roku 2013 znacznie pogłębiła stratę – z 60,2 mln zł do 746 mln zł. Jednak już w latach 2015–2017 zwiększyła zysk, odpowiednio: z 71 mln zł do 184 mln zł (2015) z 324 mln zł do blisko 700 mln (2016) i z 33,5 mln zł do 664,5 mln zł (2017).

W grupie Capital Park wpływ przeszacowań nieruchomości inwestycyjnych do wartości godziwej na wynik operacyjny spółki był jeszcze większy. W roku 2016 było to 213%, a w 2017 roku aż 857%. W analizowanych latach wycena nieruchomości inwestycyjnych do wartości godziwej pozwoliła badanej grupie wyjść ze straty (18,7 mln zł w 2015 r. i blisko 40 mln zł w 2016 r.) i ujawnić zysk (56,2 mln zł w 2015 r. oraz 35,2 mln zł w 2016 r.).

Grupa MLP we wszystkich badanych latach wykazywała zysk netto. Przeszacowania nieruchomości inwestycyjnych wynik ten znacząco zwiększyły. Udział analizowanej kategorii w zysku netto wahał się od 18% w 2017 r. do 88% w roku 2016. Szczególnie spektakularne wzrosty zysku netto w efekcie przeszacowań obserwujemy w latach: 2014 z 7,4 mln zł do 54,8 mln zł oraz w 2016 r. z 8,1 mln zł do 66,4 mln zł.

W grupie Rang Progress zmiany wartości godziwej nieruchomości inwestycyjnych w latach 2014 i 2015 pogłębiły stratę netto, odpowiednio z 36,7 mln zł do blisko 60 mln zł oraz z 22,1 mln zł do 50,8 mln zł. Natomiast w 2016 roku, przeszacowania, o których mowa, pozwoliły zamiast straty w kwocie 6,4 mln zł ujawnić spółce zysk – 15,3 mln zł. Wyjątkowy w omawianym podmiocie był rok 2017, w którym kwota przeszacowania była ponad 15-krotnie większa od zysku netto.

W grupie PHN zysk/strata z przeszacowania wartości nieruchomości inwestycyjnych oddziaływały na wynik netto zwłaszcza w 2015 roku, obniżając go ze 138 tys zł do 51 tys zł. W pozostałych latach objętych badaniem wpływ przeszacowań nieruchomości inwestycyjnych był relatywnie mniejszy.

6. Podstawy pomiaru wartości godziwej nieruchomości inwestycyjnych w badanych spółkach

Skoro tak znaczna część wyniku operacyjnego analizowanych grup kapitałowych ma swoje źródła w przeszacowaniu nieruchomości inwestycyjnych – istotne staje się pytanie o zastosowane tu metody wyznaczania wartości godziwej. Informacje z tego zakresu, zawarte w analizowanych sprawozdaniach finansowych, przedstawione zostały w tabeli 7.

Zakres informacji ujawnianych przez poszczególne spółki jest różny – od szerokiego przeglądu stosowanych metod i technik (Capital Park, Rang Progress), po lakoniczny, krótki komunikat (MLP). Dominują 2. i 3. poziom z hierarchii pomiaru wartości godziwej. Oznacza to wykorzystywanie w procedurze wyznaczania wartości – wielu istotnych założeń, będących przedmiotem subiektywnych ocen.

Tabela 7. Metody i techniki oraz istotne założenia przyjęte do wyceny nieruchomości inwestycyjnych w latach 2013–2017 przez badane grupy kapitałowe

Grupa kapitałowa	Metody i techniki wyceny	Przyjęte istotne założenia
GTC	<p>Ukończone nieruchomości inwestycyjne są wyceniane według metody DCF (<i>Discounted cash flow</i>) zdyskontowanych przepływów pieniężnych albo, jeżeli to bardziej odpowiednie, przy użyciu metody dochodowej (<i>Income capitalisation method</i>) lub metody stopy zysku (<i>Yield method</i>)</p> <p>Wycena gruntów zależy od prac budowlanych oraz przewidywanego harmonogramu inwestycji. Wartość banku ziemi, który wyceniany jest przy wykorzystaniu metody porównawczej, ustalana jest przez odniesienie do cen rynkowych stosowanych w transakcjach dotyczących podobnych nieruchomości</p>	<p>Na wycenę nieruchomości Grupy mają wpływ trzy zasadnicze czynniki:</p> <ul style="list-style-type: none"> • przepływy pieniężne z działalności operacyjnej - zależą przede wszystkim od bieżących przychodów z wynajmu brutto za metr kwadratowy, stopy powierzchni niewynajętej, łącznej wielkości portfela nieruchomości grupy, kosztów utrzymania i kosztów administracyjnych oraz kosztów działalności operacyjnej; • oczekiwane stawki czynszu – określane na podstawie oczekiwanego rozwoju wskaźników makroekonomicznych, takich jak wzrost PKB, dochód do dyspozycji itp., a także warunków mikro, takich jak nowe nieruchomości w bezpośrednim sąsiedztwie, konkurencja itp. • stopy kapitalizacji – wynikające z rynkowych stóp procentowych i premii za ryzyko mających zastosowanie do działalności Grupy
Capital Park	<p>Metodologia wyceny została ustalona z wykorzystaniem 3. poziomu hierarchii wyceny do wartości godziwej, ze względu na to, że nie stwierdzono bieżących transakcji o podobnych warunkach, a do wyceny nieruchomości inwestycyjnych przyjęto liczne założenia, które w istotny sposób wpłynęły na ustalenie wartości godziwej. Użyto następujących metod:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Podejście dochodowe, metoda inwestycyjna (używana dla 83% obiektów całego portfela nieruchomości inwestycyjnych) przy wykorzystaniu dwóch technik: zdyskontowania strumieni pieniężnych oraz kapitalizacji prostej. W ten sposób wyceniane są głównie nieruchomości o zakończonym procesie inwestycyjnym i przeznaczeniu komercyjnym. 	<p>1) Przy podejściu dochodowym, uwzględniono następujące założenia przyjęte do wyceny: lokalizację, status ukończenia, całkowitą powierzchnię, docelowy średni roczny zysk operacyjny netto z nieruchomości, stopę kapitalizacji</p> <p>2) Przy podejściu mieszanym, metodą pozostałościową przyjęto następujące założenia: powierzchnia całkowita, docelowy średni roczny zysk operacyjny netto z nieruchomości, stopę kapitalizacji, nakłady do pomieszczenia po dniu wyceny</p>

ciąg dalszy tabeli 7

Grupa kapitałowa	Metody i techniki wyceny	Przyjęte istotne założenia
	<ul style="list-style-type: none"> • Podejście mieszane, metoda pozostałościowa (używana dla 16% obiektów całego portfela nieruchomości inwestycyjnych). Najczęściej stosowana przy wycenie nieruchomości w trakcie budowy, uwzględniająca jej wartość docelową (oszacowaną w podejściu dochodowym lub porównawczym), pomniejszoną o wielkość nakładów inwestycyjnych pozostających do poniesienia na dany dzień wyceny. Wartość docelową, tj. po zrealizowaniu inwestycji, określono w podejściu dochodowym, metodą inwestycyjną, techniką kapitalizacji prostej • Podejście porównawcze (metoda porównywania parami lub korygowania ceny średniej) – (używana dla 1% obiektów całego portfela nieruchomości inwestycyjnych) stosowana w odniesieniu do nieruchomości, dla których można ustalić porównywalne transakcje sprzedaży na danym rynku, a także w odniesieniu do nieruchomości gruntowych i mieszkaniowych. Ze względu na małą liczbę oraz dużą rozbieżność cenową transakcji nieruchomościami porównawczymi przy wycenie nieruchomości zastosowano metodę porównywania parami. W ten sposób Grupa wycenia głównie nieruchomości niezabudowane lub zabudowane o nieokreślonym przeznaczeniu, na których nie dokonywano nakładów inwestycyjnych oraz lokale mieszkalne przeznaczone do odsprzedaży 	
MLP	Wyceny zostały sporządzone z wykorzystaniem podejścia dochodowego dla istniejącej zabudowy i gruntów objętych pozwoleniem na budowę oraz podejścia porównawczego dla gruntów niezabudowanych	Do wyceny zastosowanie mają przyjęte przez rzeczoznawców różne dla poszczególnych parków logistycznych (ze względu na ich różne lokalizacje i cechy) szacowane wartości: miesięcznej stawki czynszu za 1 m ² oraz stopy kapitalizacji. W wybranych latach nie było przekwalifikowań między poziomami wyceny

Grupa kapitałowa	Metody i techniki wyceny	Przyjęte istotne założenia
<p>Rank Progress</p>	<p>Wycena została sporządzona przy zastosowaniu 2. poziomu hierarchii. Dane wejściowe na poziomie 2. obejmują m. in.: ceny podobnych lub identycznych aktywów lub zobowiązań notowane na aktywnych rynkach lub na rynkach, które nie są aktywne, dane wejściowe inne niż ceny notowane, które są obserwowalne, np. stopy procentowe i krzywe dochodowości obserwowalne w powszechnie przyjętych przedziałach kwotowań, zakładana zmienność, <i>spread</i> kredytowy, dane wejściowe potwierdzone przez rynek</p> <p>Przy ustalaniu wartości godziwej obiektów handlowych, które uzyskują lub będą uzyskiwały dochody z czynszów stosowane jest podejście dochodowe wg metody inwestycyjnej przy zastosowaniu techniki dyskontowania przyszłych strumieni pieniężnych. W przypadku galerii i centrów handlowych w budowie dodatkowo zastosowano podejście mieszane wg metody pozostałościowej. Do wyceny nieruchomości inwestycyjnych o nieokreślonym przeznaczeniu, które nie generują dochodów z czynszów, zastosowano metodę porównawczą</p>	<p>Założenia przyjęte do wyceny nieruchomości inwestycyjnych przynoszących lub tych, które będą przynosić dochody z czynszów: przewidziany poziom wydatków operacyjnych, szacowany czynsz rynkowy dla poszczególnych powierzchni i pięter, indeksację czynszów, potencjalną stopę pustostanów, stopę dyskontową, załogi i straty czynszowe, analizę przepływów, kurs wymiany waluty EUR</p> <p>Dodatkowe założenia przyjęte dla nieruchomości inwestycyjnych w budowie, które w przyszłości będą przynosić dochody z czynszów obejmują: termin realizacji inwestycji oraz oddania jej do użytkowania, terminy, w których nieruchomości zaczną generować przychody, stawki czynszów, które nie powinny odbiegać od czynszów rynkowych, stopień zaawansowania budowy, szacunkowe koszty nakładów inwestycyjnych do poniesienia, zysk inwestora</p> <p>Istotne założenia przyjęte do wyceny nieruchomości inwestycyjnych o nieokreślonym przeznaczeniu, obejmują: przeznaczenie i funkcję w miejscowym planie zagospodarowania przestrzennego oraz stan techniczny budynków i działki, bezpieczeństwo technologiczne zastosowanych w nieruchomości oraz instalacji i ich podłączeń, zasada najefektywniejszego i najlepszego wykorzystania nieruchomości, położenie i dostępność nieruchomości, wielkość nieruchomości, lokalizacja, uzbrojenie terenu</p> <p>Ustalając wartość godziwą, oprócz danych pochodzących z podpisanych umów najmu uzyskiwano w głównej mierze dowody pochodzące z rynku m.in. takie jak: analizy rynku najmu powierzchni w centrach handlowych w Polsce, średnie czynsze podobnych galerii handlowych w Polsce, transakcje sprzedaży podobnych nieruchomości, które były przedmiotem obrotu rynkowego</p>

ciąg dalszy tabeli 7

Grupa kapitałowa	Metody i techniki wyceny	Przyjęte istotne założenia
PHN	<ul style="list-style-type: none"> • Podejście dochodowe, metoda inwestycyjna, technika kapitalizacji prostej (dla wybranych nieruchomości przeprowadzono analizę DCF jako metodę sprawdzającą) • Podejście porównawcze, metoda porównywania parami • Podejście porównawcze, metoda korygowania ceny średniej • Podejście mieszane, metoda pozostałościowa 	<p>Wartość godziwa nieruchomości inwestycyjnych została ustalona w oparciu o 3 poziom hierarchii wyceny do wartości godziwej, ze względu na brak lub małą liczbę bieżących transakcji rynkowych, w których brałyby udział nieruchomości podobne do posiadanych przez grupę. W informacji dodatkowej podano główne założenia przyjęte do wyceny, w rozróżnieniu dla nieruchomości biurowych, handlowych oraz mieszkaniowych i pozostałych. Są to: wysokość stopy kapitalizacji, wskaźnik pustostanów oraz oczekiwany dochód z czynszów</p>

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych grup kapitałowych GTC, Capital Park, MLP, Rank Progress, Polski Holding Nieruchomości sporządzonych za lata 2014–2016.

Kluczowe parametry przyjęte do wyceny poszczególnych obiektów to między innymi:

- oczekiwane stawki czynszu;
- przewidywane wskaźniki pustostanów;
- zakładane stopy kapitalizacji wynikające z oczekiwanych stóp procentowych i premii za ryzyko;
- postulowany roczny zysk netto z nieruchomości;
- wartość docelowa nieruchomości będącej w trakcie budowy;
- przewidywane kursy walut obcych, a zwłaszcza Euro.

W efekcie wartość godziwa nieruchomości inwestycyjnych, wyznaczona według wymienionych parametrów, jawi się jako kategoria szacunkowa, podatna na zmiany przyjętych założeń.

Podsumowanie

Przeprowadzone badania pozwalają na sformułowanie następujących wniosków:

1. W przypadku wystąpienia trudności w kwalifikowaniu poszczególnych obiektów do środków trwałych, zapasów lub nieruchomości inwestycyjnych istotnym kryterium okazuje się przeznaczenie – zamiar, z jakim dany budynek, lokal czy grunt zostały pozyskane. Jeżeli jest to wykorzystanie na potrzeby działalności operacyjnej – mówimy o środkach trwałych (MSR 16), w przypadku wytworzenia lub zakupu w celu odsprzedaży, mamy do czynienia z zapasem (MSR 2), przeznaczenie na wynajem lub utrzymywanie ze względu na wzrost wartości, kwalifikuje obiekt do nieruchomości inwestycyjnych (MSR 40).
2. Przy pomiarze wartości bilansowej nieruchomości inwestycyjnych istnieje możliwość wyboru pomiędzy dwoma skrajnymi modelami wyceny: kosztu historycznego i wartości godziwej. W tym drugim przypadku budynek czy lokal nie są amortyzowane, a skutki przeszacowań odnosi się na wynik operacyjny jednostki. Jest to istotna różnica w stosunku do środków trwałych, gdzie model przeszacowania zakłada ciągłą amortyzację obiektów oraz ujęcie efektów zmian wartości w innych całkowitych dochodach. Należy zwrócić uwagę na zalecaną przez MSR 40 wycenę w wartości godziwej nieruchomości inwestycyjnej już w trakcie jej budowy.
3. W badanych spółkach deweloperskich obserwujemy znaczny, bo sięgający 80%, udział nieruchomości inwestycyjnych w sumie bilansowej. W efekcie ich wycena w wartości godziwej determinuje wynik operacyjny analizowanych podmiotów. Relacja zysku/straty z aktualizacji wartości nieruchomości inwestycyjnych do zysku/straty netto zamykała się w latach 2013–2017 w przedziale od 15% do 1539%. Oznacza to, że gdyby z wyniku operacyjnego badanych jednostek wykluczyć element zmiany wartości nieruchomości, to wynik ten byłby diametralnie inny. Przykładowo, w roku 2014 grupa MLP wykazała zysk netto w kwocie 54,8 mln zł, z czego 47,4 mln zł pochodziło z korekt wartości. W roku 2017 grupa Rang Progress

- miałaby blisko 30 mln zł zysku, jednak wynik ten został obniżony do 1,8 mln zł wskutek zmian wartości godziwej nieruchomości inwestycyjnych. Oczywiście przeszacowanie wartości opisywanych obiektów wpływa także na sumę bilansową wybranych spółek, jednak ten aspekt nie był przedmiotem badań.
4. Na wynik finansowy analizowanych podmiotów oddziałuje jeszcze jeden istotny czynnik – brak amortyzacji budynków służących podstawowej działalności operacyjnej. W świetle uregulowań ustawy o rachunkowości obiekty te – jako służące podstawowej działalności operacyjnej – byłyby traktowane jak środki trwałe (a więc amortyzowane), według MSR 40 są to nieruchomości inwestycyjne, a przy ich wycenie w wartości godziwej amortyzacji nie podlegają.
 5. Pomiar wartości godziwej nieruchomości inwestycyjnych w wybranych grupach kapitałowych następuje na 2. i 3. poziomach hierarchii, zdefiniowanych przez MSSF 13. Opiera się on zatem na wielu subiektywnych założeniach dotyczących między innymi przewidywanych stawek czynszów, stóp procentowych, kursów walutowych, czy docelowej wartości wznoszonych budynków. Stąd, zarówno wartość godziwa poszczególnych obiektów, jak i jej korekty są wielkościami przybliżonymi, zależnymi od wahań przyjętych parametrów.
 6. Z dotychczasowych rozważań wynika, że w analizowanych podmiotach znaczna część wyniku operacyjnego jest efektem zmian szacunków, a nie skutkiem rzeczywistych transakcji kupna – sprzedaży. Jest to wynik niezrealizowany, nie przekładający się na realne przepływy gotówkowe – nie powinien być zatem dzielony. Wydaje się celowe, aby już w rachunku zysków i strat kwoty te były odrębnie ujawniane – jest to bowiem szczególnie ważna informacja dla inwestorów.

Literatura

- André P., Walton P.J. Yang D. (2012), *Voluntary adoption of IFRS: A study of determinants for UK unlisted firms*, ESSEC KPMG Financial Reporting Centre
- Armstrong Ch. S., Barth M.E., Jagolinzer A.D., Riedl E.J. (2011), *Market Reaction to the Adoption of IFRS in Europe*, „Accounting Review”, 85 (1), s. 31–61.
- Bareja K., Giedroyc M. (2016), *Motywy wyboru wartości godziwej do wyceny środków trwałych w świetle pozytywnej teorii rachunkowości*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, 87 (143), s. 9–18.
- Barth M.E., Clinch G. (1988), *Revalued Financial, Tangible, and Intangible Assets: Associations with Share Prices and Non Market-Based Value Estimates*, „Journal of Accounting Research”, 36, s. 199–233.
- Bessieux-Ollier C., Walliser E. (2012), *Why firms listed on an unregulated financial market comply voluntarily with IFRS: An empirical analysis with French data*, „Montpellier Research in Management”, <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00690935>.
- Cairns D., Massoudi D., Taplin R., Tarca A. (2011), *IFRS fair value measurement and accounting policy choice in the United Kingdom and Australia*, „British Accounting Review”, 43, s. 1–21.
- Frendzel M. (2011), *Wykorzystanie wartości godziwej do wyceny bilansowej nieruchomości inwestycyjnych przez spółki giełdowe w Polsce*, „Acta Universitatis Lodziensis”. Folia Oeconomica, 258, s. 33–47.
- Gierusz J. (2017), *Międzynarodowy Standard Rachunkowości 40 „Nieruchomości inwestycyjne” (MSR 40)*, [w:] J. Gierusz, M. Gierusz (red.), *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej w teorii i praktyce*, ODDK, Gdańsk.

- Gierusz J. (2012), *Pomiar wartości aktywów i zobowiązań w świetle MSSF 13*, „Wycena w wartości godziwej”, „Zarządzanie i Finanse”, 4 (3), s. 207–219.
- Gierusz J. (2011), *Koszt historyczny czy wartość godziwa – dylematy wyceny w rachunkowości*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, 62 (118), s. 111–126.
- Gierusz J., Stepnowska M. (2018), *Wartość godziwa w wycenie bilansowej aktywów i zobowiązań spółek WIG 20*, „Zarządzanie i Finanse”, 3 (1), s. 143–163.
- Gierusz M. (2017), *Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej 13*, „Wycena wartości godziwej” (MSSF 13), [w:] J. Gierusz, M. Gierusz (red.), *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej w teorii i praktyce*, ODDK, Gdańsk.
- Hlaing K.P., Pourjalali H. (2012), *Economic reasons for reporting property, plant, and equipment at fair market value by foreign cross-listed firms in the United States*, „Journal of Accounting, Auditing & Finance”, 27 (4), s. 557–576.
- Iatridis G., Dalla K. (2011), *The impact of IFRS implementation on Greek listed companies: An industrial sector and stock market index analysis*, „International Journal of Managerial Finance”, 7 (3), s. 284–303.
- International Financial Reporting Standards* (2015), IFRS, London.
- Jajjairam P. (2013), *Fair Value Accounting vs. Historical Cost Accounting*, „Review of Business Information Systems”, 17 (1), s. 1–6.
- Kędzior M. (2015), *Dobrowolne stosowanie MSSF przez spółki giełdowe w wybranych krajach Europy Zachodniej*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, 81 (137), s. 123–136.
- Missionier-Piera F. (2007), *Motives for fixed asset revaluation: an empirical analysis with Swiss data*, „International Journal of Accounting”, 42, s. 186–205.
- Nissim D., Penman S., (2008) *Principles for the Application of Fair Value Accounting*, Center for Excellence in Accounting & Security Analysis White Papers 2, Columbia Business School, New York.
- Sapkauskiene A., Orlovskij S. (2017), *The usefulness of fair value estimates for financial decision making – a literature review*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, 93 (149), s. 163–173.
- Van Tendeloo B., Vanstraelen A. (2005), *Earnings management under German GAAP versus IFRS*, „European Accounting Review”, 14 (1), s. 155–180.
- Żurawska J., Frendzel M. (2011), *Wartość godziwa jako parametr wyceny inwestycji w spółkach deweloperskich z rynku londyńskiego i warszawskiego*, „Acta Universitatis Lodzianis”. Folia Oeconomica, 261 (3), s. 579–589.

