

**Justyna Kłobukowska**

ORCID: 0000-0002-4963-4237

e-mail: justyna.klobukowska@pans.wloclawek.pl

Państwowa Akademia Nauk Stosowanych we Włocławku

<https://doi.org/10.26366/PTE.ZG.2023.243>

Open Access CC BY 4.0



**Cytowanie:** Kłobukowska, J. (2023). Ocena projektów inwestycyjnych o charakterze społecznym w kontekście zmian podatkowych na przykładzie Polskiego Ładu. *Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego w Zielonej Górze*, 19, s. 37-54. DOI: 10.26366/PTE.ZG.2023.244

## **Ocena projektów inwestycyjnych o charakterze społecznym w kontekście zmian podatkowych na przykładzie Polskiego Ładu**

**Abstrakt:** Reformy podatkowe wprowadzone w programie Polski Ład miały szerokie odniesienie do wszystkich osób prawnych oraz fizycznych. Z perspektywy inwestowania na rynku nieruchomości pojawiło się kilka kluczowych zmian. Pierwsza związana z uniemożliwieniem wyboru opodatkowania przychodów z najmu oraz druga wykluczająca amortyzowanie nieruchomości mieszkaniowych. Głównym celem artykułu była ocena wpływu zmian podatkowych w Polsce na efektywność projektów inwestycyjnych o charakterze społecznym w przedsiębiorstwie w obszarze nieruchomości. Do celów pomocniczych należała identyfikacja zmian podatkowych wprowadzonych na mocy Polskiego Ładu w zakresie amortyzacji budynków oraz przygotowanie studium przypadku odzwierciedlającego zasygnalizowany problem decyzyjny. Przeprowadzona analiza mierników oceny opłacalności projektu inwestycyjnego pozwala na określenie konsekwencji ekonomicznych podejmowania decyzji inwestycyjnych przedsiębiorstw w przypadku zmienności prawa podatkowego. Równocześnie jest to przykład oceny projektu inwestycyjnego społecznie odpowiedzialnego biznesu.

**Słowa kluczowe:** ocena projektów inwestycyjnych, inwestycje, Polski Ład, analiza wrażliwości, zarządzanie projektami, zrównoważony rozwój, nieruchomości

## **The social investment project evaluation in the context of tax changes on the example of the Polish Deal**

**Abstract:** The tax changes introduced in The Polish Deal program had a broad application to all legal persons and individuals. From the perspective of investing in the real estate market, there have been several key changes. The first one is related to preventing the choice of taxation of rental income and the second one excludes the depreciation of residential real estate. The main aim of the article was to assess the impact of tax changes in Poland on the effectiveness of social investment projects in enterprises in the real estate area. The secondary goals included identifying tax changes introduced in The Polish Deal in the field of building depreciation and preparing a case study reflecting the indicated decision-making problem. The analysis of the indicators for assessing the profitability of an investment project allows for determining the economic consequences of making investment decisions of enterprises in the event of variability of tax law. At the same time, it is an example of assessing an investment project of socially responsible business.

**Keywords:** investment project evaluation, investments, The Polish Deal, sensitivity analysis, project management, sustainable development, real estate

**JEL:** D25, E22, O22, Q56

## Wstęp

Przedsiębiorstwa inicjują, planują, a następnie realizują projekty o różnorodnych cechach i efektach. Angażowanie środków finansowych na określone cele jest istotne z perspektywy właściwego zarządzania kapitałem. Znaczna część przynosi mierzalne korzyści finansowe. Inne wiążą się z pozafinansowymi aspektami, na przykład dostosowaniem do przepisów prawa, uzyskaniem międzynarodowych certyfikatów jakości, zmniejszeniem oddziaływania na środowisko naturalne lub pozytywnym wpływem na interesariuszy przedsiębiorstwa. W tym ostatnim przypadku można podać przykłady projektów na rzecz interesariuszy zewnętrznych, takich jak społeczność lokalna, jak również wewnętrznych, dzięki którym mogą być pogłębione relacje z pracownikami. W opublikowanym w 2023 r. corocznym raporcie Forum Odpowiedzialnego Biznesu przedsiębiorstwa w Polsce zgłosiły 1705 dobrych praktyk, z których najpopularniejsze dotyczyły zaangażowania społecznego i rozwoju społeczności lokalnej (28% inicjatyw) oraz praktyk z zakresu pracy (25% inicjatyw) (FOB, 2023).

Efekty niematerialne podlegają szczególnej uwadze interesariuszy, w tym inwestorów. Z perspektywy przedsiębiorstw, które chcą być określane mianem społecznie odpowiedzialnych, wzrost rangi czynników ESG (ang. *Environmental, Social, Governance*, czynniki środowiskowe, społeczne i ład korporacyjny) ma również wpływ na zarządzanie projektami. Biznes odpowiedzialny społecznie nie działa jednak w oderwaniu od warunków gospodarczych i prawnych (Kłobukowska, 2020, s. 37-41). Ich zmiany mogą mieć wpływ na podejmowanie decyzji biznesowych z uwzględnieniem potrzeb wszystkich interesariuszy, zgodnie z koncepcją zrównoważonego rozwoju (Dziadkiewicz, Sokołowska, Jarzemowska, 2022, s. 141-155). W niniejszym artykule połączono problemy oceny efektywności projektów inwestycyjnych o charakterze społecznym z oddziaływaniem zmian podatkowych. W związku z zainteresowaniem przedsiębiorstw relacjami pracowniczymi podjęcie decyzji o realizacji projektu społecznego zwiększającego dostępność do nieruchomości mieszkaniowych może być wyrazem ich społecznej odpowiedzialności biznesu. Będzie ona wyrażona na przykład w zapewnieniu dostępnych cenowo nieruchomości mieszkaniowych pracownikom mających trudności lokale.

Głównym celem artykułu była ocena wpływu zmian podatkowych w Polsce na efektywność projektów inwestycyjnych o charakterze społecznym w przedsiębiorstwach w obszarze nieruchomości. Do celów pomocniczych należała identyfikacja zmian podatkowych w Polskim Ładzie w zakresie amortyzacji budynków oraz przygotowanie studium przypadku odzwierciedlającego zasygnalizowany problem decyzyjny. Postawiono

pytanie badawcze – jaki wpływ na opłacalność projektu inwestycyjnego dotyczącego zakupu nieruchomości mieszkaniowej przez przedsiębiorstwo mają zmiany podatkowe wynikające z Polskiego Ładu? Sformułowano hipotezę badawczą – zmiany podatkowe wynikające z Polskiego Ładu prowadzą do obniżenia efektywności projektów inwestycyjnych przedsiębiorstw dotyczących zakupu nieruchomości. Metodyka badań zaprezentowanych w artykule obejmowała kilka zakresów prac. Przeprowadzono krytyczną analizę polskiej i zagranicznej literatury przedmiotu dotyczącej budżetowania kapitałowego i oceny efektywności przedsięwzięć inwestycyjnych w przedsiębiorstwie. Wykorzystano bazy Web of Science, ProQuest oraz Google Scholar, wyszukując według fraz: „project evaluation methods”, „sustainable project”, „Polish Deal”, „Polski Ład” oraz „ocena projektów inwestycyjnych”. Następnie przeprowadzono analizę regulacji podatkowych związanych z programem Polski Ład. W kolejnym kroku przygotowano model finansowy w arkuszu kalkulacyjnym, który został wykorzystany do określenia opłacalności projektu. Model pozwolił na analizę studium przypadku odzwierciedlającego opisywany problem skutków zmian podatkowych. Model przedstawia przedsiębiorstwo w kilku sytuacjach decyzyjnych, tzn. w momencie, w którym podjęto decyzję o realizacji projektu przy danych założeniach podatkowych; kolejne pokazują wpływ zmian podatkowych Polskiego Ładu na ekonomiczną opłacalność projektu. Ostatni wariant obejmuje zmiany podatkowe, które mogą zostać przyjęte do oszacowania przepływów środków pieniężnych. Zastosowanie wielowariantowego układu i uwzględnienie analizy wrażliwości w ocenie projektu stanowi wkład naukowy niniejszego opracowania do dotychczasowych publikacji w tym obszarze.

Artykuł składa się z trzech podrozdziałów. W pierwszym zidentyfikowano zmiany podatkowe wprowadzone w programie Polski Ład dotyczące amortyzacji nieruchomości. W drugiej części dokonano przeglądu literatury przedmiotu dotyczącej metod oceny projektów inwestycyjnych. Trzeci podrozdział przedstawia wyniki badania efektywności projektu inwestycyjnego w przedsiębiorstwie na podstawie przygotowanego modelu finansowego. Artykuł kończy podsumowanie z wnioskami z przeprowadzonych badań.

## **1. Zmiany podatkowe w Polskim Ładzie w zakresie amortyzacji nieruchomości**

Zmiany podatkowe wprowadzone w programie Polski Ład wywarły wpływ zarówno na osoby prawne (Augustynowicz, 2022, s. 92-96), jak i fizyczne (Gajda, 2022, s. 202-203). Uniemożliwiono wybór formy opodatkowania przychodów z najmu oraz wykluczono amortyzowanie nieruchomości mieszkaniowych. Działania prawne w tych obszarach miały

stanowiąc rodzaj interwencji na rynku nieruchomości, gdyż zgodnie z uzasadnieniem nowelizacji ustawy wartość tych składników mienia nie spada w długim okresie, ale zasadniczo wzrasta. Stwierdzenie oparto na danych statystycznych dokumentujących coroczny wzrost wartości mieszkań (Pogroszewska, 2021). Podkreślano również, że budynki i lokale mieszkalne powinny przede wszystkim służyć zaspokojeniu potrzeb mieszkaniowych, a poprzednie regulacje podatkowe zachęcały do nadmiernego inwestowania na rynku mieszkaniowym, generując wzrost cen tych nieruchomości (Banaszewska, 2023, s. 163). W opinii inwestorów instytucjonalnych, szczególnie funduszy inwestycyjnych rozwój rynku nieruchomości mieszkaniowych na wynajem mógłby wpływać na stabilność krajowego rynku.

W ujęciu księgowym i w prawie podatkowym amortyzacja jest kosztem (tzw. kosztem uzyskania przychodu), a nie wydatkiem, a więc nie powoduje wypływu środków finansowych z kasy (rachunku bankowego) podmiotu gospodarczego. Obliczana jest na podstawie stawek amortyzacyjnych, które w sposób procentowy określają stopień utraty wartości użytkowej środków trwałych (Małecki, Rosiek i Żaba-Nieroda, 2019, s. 18). Za zasadniczą zmianę w Polskim Ładzie należy uznać zlikwidowanie prawa podatników do dokonywania odpisów amortyzacyjnych od budynków mieszkalnych wraz ze znajdującymi się w nich dźwigami, lokali mieszkalnych, spółdzielczego własnościowego prawa do lokalu mieszkalnego oraz prawa do domu jednorodzinnego w spółdzielni mieszkaniowej. Wskazane przez ustawodawcę nieruchomości powinny służyć prowadzonej działalności gospodarczej lub być wynajmowane lub wdzierżawiane na podstawie umowy (Banaszewska, 2023, s. 163). Ustawą z dnia 29 października 2021 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz niektórych innych ustaw (Ustawa, 2021, art. 1 pkt 16) zmieniono przepis art. 22c pkt 2 ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych (Ustawa, 1991). Na mocy przepisów przejściowych w 2022 r. odpisy amortyzacyjne mogły być dokonywane od tych składników majątku trwałego, które zostały nabyte lub wytworzone przed 1. stycznia 2022 r., jednak nie dłużej niż do 31. grudnia 2022 r. Zaskoczeniem dla podatników mogła być zmiana zasad w przypadku prowadzenia długookresowej inwestycji, w której zakładano uwzględnianie podstawowego kosztu uzyskania przychodu w postaci odpisów amortyzacyjnych. Pozytywnie należy ocenić wprowadzenie przepisów intertemporalnych wydłużających możliwość zaliczenia do kosztów uzyskania przychodów odpisów amortyzacyjnych, negatywnym jest jednak tylko roczny okres przejściowy (Glumińska-Pawlic i Obidowski, 2023, s. 110-111), szczególnie że inwestycje w nieruchomości charakteryzują się długim horyzontem czasowym.

W przypadku inwestorów wynajmujących nieruchomości na cele mieszkaniowe w ramach wykonywania działalności gospodarczej nowe rozwiązania pozbawiły ich możliwości dokonywania odpisów amortyzacyjnych. Z założenia środki trwałe mają służyć uzyskiwaniu przychodów w okresach dłuższych niż rok podatkowy, a celem amortyzacji jest, aby koszty uzyskania przychodów zostały rozłożone w czasie, najczęściej odpowiadającym technicznemu zużyciu środków trwałych (Jaśniewicz, 2022, s. 52). Brak możliwości pełnego zamortyzowania środków trwałych uznawany był przez część prawników za niezgodny z konstytucyjną zasadą ochrony praw nabytych i interesów w toku, która wynika z art. 2 Konstytucji RP oraz art. 121§1 Ordynacji podatkowej (Glumińska-Pawlic i Obidowski, 2023, s. 110-111).

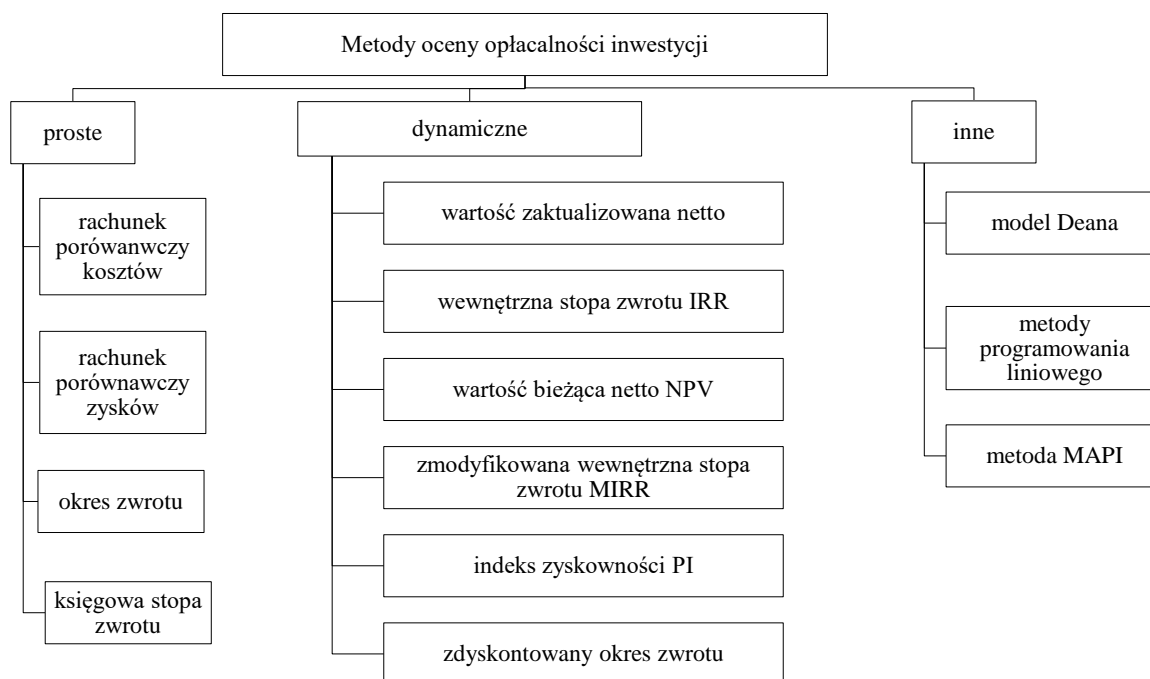
Zlikwidowanie prawa do ujmowania amortyzacji w kosztach oznacza, że opodatkowanie dochodów z najmu nieruchomości jest równoznaczne z opodatkowaniem przychodu z tego tytułu. Innym negatywnym aspektem tej zmiany podatkowej jest jej zakres, dotyczący zarówno nieruchomości mieszkaniowych, jak i nieruchomości wykorzystywanych do wykonywania działalności gospodarczej na cele użytkowe, takie jak biurowe lub socjalne pracowników (Jaśniewicz, 2022, s. 53).

Każda reforma opodatkowania powinna charakteryzować się kompleksowością działań związanych z różnymi aspektami systemu podatkowego. Istotne jest przeanalizowanie uwarunkowań mikro- i makroekonomicznych danej reformy, a także – jak pisał B. Brzeziński – „rozważenie wniosków płynących z innych dziedzin polityki społecznej i gospodarczej czy też ułożenie szczegółowych strategii w kontekście interesów oraz przewidywanych zachowań rozmaitych grup interesów” (Brzeziński, 2023, s. 24). Polski Ład to szeroka reforma podatkowa, mająca wpływ na różne obszary działalności przedsiębiorstwa, w tym na przedsięwzięcia inwestycyjne na rynku nieruchomości. Skutki zmian podatkowych dla podejmowanych decyzji inwestycyjnych zostały przeanalizowane w przygotowanym studium przypadku.

## **2. Metody i uwarunkowania oceny projektów inwestycyjnych w przedsiębiorstwach**

Do oceny opłacalności przedsięwzięcia inwestycyjnego służą różnorodne metody. Z punktu widzenia kryterium horyzontu czasowego metody klasyfikowane są głównie jako proste i dynamiczne (rysunek 1). Metody proste, nazywane inaczej statycznymi lub uproszczonymi, nie uwzględniają wpływu czynnika czasu na wartość przepływów pieniężnych. Tę wadę niwelują metody dynamiczne, inaczej nazywane dyskontowymi lub

rozwiniętymi. Bardziej precyzyjna ocena efektywności staje się możliwa poprzez sprowadzenie wpływów i wydatków na pewien określony termin. H. Kerzner podkreślił konieczność realizacji projektów w ramach czasowych, budżetowych oraz jakościowych (Kerzner, 2005, s. 17). Te trzy parametry stanowią ograniczenia realizacji projektu i nazywane są trójkątem ograniczeń projektu (zamiennie trójkątem żelaznym lub złotym). Istotne w procesie zarządzania projektem jest utrzymanie równowagi pomiędzy wymienionymi trzema ramami, a w sytuacji konieczności wyboru rekomendowana jest koncentracja na głównym celu projektu wraz z uzyskaniem zadowolenia przez interesariuszy projektu.



**Rysunek 1.** Metody oceny opłacalności inwestycji

Źródło: opracowanie własne na podstawie: (Merło, 2021, s. 49; Czarnek i in., 2011).

W trakcie podejmowania decyzji inwestycyjnych istotne jest szerokie spojrzenie na efektywność inwestycji i powiązanie jej z innymi sferami działalności przedsiębiorstwa. Efektywność projektu inwestycyjnego warunkowana jest wieloma czynnikami (Fabianová i in., 2023, s. 6103-6104). We współczesnych podejściach społeczna odpowiedzialność jest uznawana za czynnik podnoszący wartość projektu, co powinno zostać uwzględnione w procesie ewaluacji (Grzeszczyk i Waszkiewicz, 2020, s. 2378-2379). Kluczowe jest przeprowadzenie oceny opłacalności inwestycji według kilku scenariuszy, tak aby otrzymać informację, jaka jest relacja między nakładami, które będą poniesione w związku z realizowanym projektem, a efektami uzyskanymi w okresie eksploatacji ze zrealizowanej inwestycji. Analizując przeprowadzenie projektu w kilku wariantach, można podjąć

ekonomicznie uzasadnioną decyzję w odniesieniu do dostępnych zasobów i ewentualnych ryzyk, wybierając projekt w wariantcie optymalnym.

Działania na poziomie podmiotu gospodarczego zwielokrotniane w całej gospodarce prowadzone w sposób ciągły i stabilny stanowią podstawę zrównoważonego wzrostu gospodarczego, który opiera się na tempie inwestowania (Ciborowski, Gruszewska i Meredyk, 2001, s. 15-16). Dodatkowo istotne jest otoczenie prawne, które może oddziaływać pozytywnie lub hamująco na procesy inwestycyjne. Wpływ zmian podatkowych w Polsce będzie rozwinięty w kolejnym podrozdziale.

### **3. Ocena projektu rzeczowego inwestycyjnego a zmiany w Polskim Ładzie – studium przypadku**

Wpływ zmian podatkowych na opłacalność projektu inwestycyjnego był rozważany na przykładzie przedsiębiorstwa X z punktu widzenia podjęcia decyzji o zakupie nieruchomości na cele mieszkaniowe. Przyjęto następujące założenia do modelu finansowego. Nieruchomość miałaby służyć pracownikom przedsiębiorstwa, co wpisuje się w strategię dotyczącą społecznej odpowiedzialności biznesu z zakresu relacji pracowniczych. Oferowanie przez przedsiębiorstwo mieszkań o preferencyjnej stawce czynszu ma na celu zwiększenie skuteczności podczas procesu rekrutacji nowych pracowników, a także zapewnienie najlepszych warunków pracy dla już zatrudnionych, którzy borykają się z trudnościami lokalowymi. Konkurencyjny poziom czynszu w porównaniu z lokalnymi ofertami, będzie pozwalać na zwiększenie rozporządzalnego dochodu tych pracowników. Zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych podkreśla społeczny aspekt rozważanej inwestycji. Z perspektywy gospodarki wynajmowanie mieszkań przyczynia się do zwiększenia mobilności pracowników, dostosowując miejsce zamieszkania do potrzeb pracodawców, a to w konsekwencji prowadzi do uzyskiwania przez zatrudnionych wyższych dochodów z pracy (Jaśniewicz, 2022, s. 49).

Hipotetyczne przedsiębiorstwo rozpatruje zakup nieruchomości mieszkaniowej za 1,5 mln PLN w celu wynajmowania jej pracownikom. Po 10 latach wynajmowania będzie ono przekształcone w biuro. Okres amortyzacji ustalono na 20 lat, co oznacza roczną stawkę amortyzacji w wysokości 5%. Miesięczny czynsz dla pracowników będzie wynosił łącznie 25 000 PLN. Opłaty eksploatacyjne będą ponoszone przez pracodawcę, począwszy od pierwszego roku będzie to 2 000 PLN. Założono ich coroczny wzrost o 5%. Zakłada się szacowanie przepływów przy założeniu braku inflacji. Nabycie mieszkania będzie

finansowane kapitałem własnym, którego koszt oszacowano na 10%. Podatek dochodowy będzie pobierany według stawki podatkowej 19%. Dokonano oceny opłacalności projektu inwestycyjnego przy tych założeniach inwestycji na podstawie mierników, takich jak NPV, PI, IRR oraz MIRR w kilku wariantach. Pierwszy wariant dotyczy rozpoczęcia projektu w 2011 roku, drugi 2018 roku, trzeci 2020 roku, czwarty 2021 roku oraz piąty od 2022 roku. Dzięki zastosowaniu wariantów przedstawiona została wrażliwość projektu na brak prawa podatnika do amortyzacji nieruchomości mieszkaniowych w związku z wprowadzeniem tych zapisów w programie Polski Ład. Zakłada się, że mieszkania dostępne będą dla pracowników od stycznia danego roku, tak aby niezależnie od wariantu przedsiębiorstwo otrzymało dwanaście czynszów rocznie.

W zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa stosuje się kilka metod ułatwiających podjęcie decyzji inwestycyjnej, wśród których można wymienić analizę wskaźnikową, scenariuszową, prognozy rentowności oraz wrażliwości (Małecki, Rosiek i Żaba-Nieroda, 2019, s. 32-36). W niniejszym studium przypadku zastosowano analizę wrażliwości polegającą na badaniu opłacalności projektu inwestycyjnego w zależności od zmiany kluczowych dla projektu czynników lub założeń ekonomicznych, w tym przypadku odpisów amortyzacyjnych. W wyniku analizy zostało pokazane, jaki jest wpływ pojedynczej zmiennej na efektywność inwestycji na dynamiczne mierniki oceny opłacalności, takie jak wartość bieżąca netto (NPV), wewnętrzna stopa zwrotu (IRR), zmodyfikowana wewnętrzna stopa zwrotu (MIRR) oraz indeks zyskowności (PI). Ocenę dokonuje się za pomocą FCFF (ang. *Free Cash Flow to Firm*), czyli wolnych przepływów pieniężnych dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli.

Wariant pierwszy prezentuje oszacowane przepływy gotówkowe dla projektu inwestycyjnego przy założeniu, że inwestycja realizowana byłaby w warunkach braku zmian podatkowych. Szczegółową kalkulację przedstawiono w tabeli 1. Okres inwestycji obejmuje przedział między 2011 a 2021 rokiem, czyli mieszkanie było amortyzowane w dziesięcioletnim okresie, a nieumorzona wartość środka trwałego została ujęta jako wartość końcowa w 2021 roku.

W wariantcie drugim, moment startu inwestycji określono na 2018 rok. Jest to o tyle ciekawy przypadek, że podmiot decydujący o realizacji nie jest świadomy, że za cztery lata zostanie zmienione prawo podatkowe dotyczące amortyzacji nieruchomości. W tabeli 2 przedstawiono kalkulację uwzględniającą zmiany podatkowe wprowadzone na mocy Polskiego Ładu. Należy jednak zaznaczyć, że w momencie podejmowania decyzji inwestycyjnej wskaźniki opłacalności wyglądały odmiennie. W przedstawionym przykładzie wyliczenia byłyby takie same, jak w wariantcie pierwszym. W związku z dużym spadkiem



opłacalności inwestycji, można założyć, że mogłaby zapaść decyzja o nierealizowaniu takiego projektu lub dokonaniu zmian w jego założeniach. Jednakże dokonywanie zmian w warunkach użytkowania w trakcie trwania projektu z zakresu społecznej odpowiedzialności biznesu na przykład przez zwiększenie przychodu z wynajmu, byłoby niekonsekwencją w komunikacji z głównymi interesariuszami wewnętrznymi tego projektu, czyli pracownikami.

Kolejny wariant przedstawia podobną sytuację, która powoduje, że opłacalność projektu z tytułu braku możliwości dokonywania odpisów amortyzacyjnych ulega obniżeniu (tabela 3). Jest to przypadek, w którym projekt – mimo zmiany prawa – według dynamicznych mierników oceny inwestycji jest opłacalny. W 2020 r. decydenci, mimo braku wiedzy o zmianie przepisów prawa, nie ponoszą ryzyka uzyskania ujemnej stopy zwrotu.

Wariant czwarty przedstawia przypadek, w którym amortyzacja może zostać odliczona jedynie za 2022 rok. Założone przepływy pieniężne przedstawiono w tabeli 4. Zmiana prawa wpływa negatywnie na opłacalność projektu inwestycyjnego w świetle rozpatrywanych wskaźników. Wartość bieżąca netto projektu NPV wyniosła -5 968,14 PLN, co oznacza, że projekt generuje stratę w tej wysokości, podobnie z perspektywy indeksu opłacalności PI projekt jest nieopłacalny. Wskaźniki wewnętrznej stopy zwrotu i zmodyfikowanej wewnętrznej stopy zwrotu są poniżej wysokości zakładanego kosztu kapitału, czyli inwestorskiej stopy zwrotu zakładanej we wszystkich wariantach na poziomie 10%.

W wariacie 5 przedstawiono kalkulację, która obrazuje sytuację w momencie pełnej wiedzy o zmianach podatkowych i ich konsekwencjach dla opłacalności projektu. W związku z nieopłacalnością projektu należałoby zrezygnować z realizacji projektu lub dokonać zmian w szacowanych przepływach środków pieniężnych. Podstawowe parametry przedstawiono w tabeli 5.

Analiza mierników oceny opłacalności projektu inwestycyjnego pozwala na uzyskanie szerszego obrazu konsekwencji ekonomicznych podejmowania decyzji inwestycyjnych przedsiębiorstw w przypadku zmienności prawa podatkowego. To tylko jeden przypadek, wyabstrahowany z licznych zmian prawnych, które miały wpływ na podatników w okresie wdrażania Polskiego Ładu. Posumowanie wszystkich pięciu wariantów i ich opłacalności przedstawiono w tabeli 6.

**Tabela 1. Wariant pierwszy – FCFF dla zakupu nieruchomości w 2011 roku, okres inwestycji 10 lat, wartości w tys. PLN**

Wyszczególnienie / Linia czasu	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Nakład na zakup mieszkania	1 500 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Przepływy operacyjne	0	255 630	255 549	255 464	255 375	255 281	255 182	255 079	254 970	254 857	1 004 737
Przychody z wynajmu	0	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000
Koszty eksploatacyjne	0	2 000	2 100	2 205	2 315	2 431	2 553	2 680	2 814	2 955	3 103
Amortyzacja	0	75 000	75 000	75 000	75 000	75 000	75 000	75 000	75 000	75 000	75 000
Zysk brutto	0	223 000	222 900	222 795	222 685	222 569	222 447	222 320	222 186	222 045	221 897
Podatek	0	42 370	42 351	42 331	42 310	42 288	42 265	42 241	42 215	42 189	42 160
Zysk netto	0	180 630	180 549	180 464	180 375	180 281	180 182	180 079	179 970	179 857	179 737
Wartość rezydualna	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	750 000
Inw. przepł. pien. netto	-1 500 000	255 630	255 549	255 464	255 375	255 281	255 182	255 079	254 970	254 857	1 004 737
Wsp. dyskontowy	1,000	0,909	0,826	0,751	0,683	0,621	0,564	0,513	0,467	0,424	0,386
Zdysk. przepł. pien. netto	-1 500 000	232 391	211 198	191 934	174 424	158 509	144 044	130 896	118 946	108 084	387 370

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych własnych.

**Tabela 2. Wariant drugi – FCFF dla zakupu nieruchomości w 2018 roku, okres inwestycji 10 lat, wartości w tys. PLN**

Wyszczególnienie / Linia czasu	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Nakład na zakup mieszkania	1 500 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Przepływy operacyjne	0	255 630	255 549	255 464	255 375	241 031	240 932	240 829	240 720	240 607	1 440 487
Przychody z wynajmu	0	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000
Koszty eksploatacyjne	0	2 000	2 100	2 205	2 315	2 431	2 553	2 680	2 814	2 955	3 103
Amortyzacja	0	75 000	75 000	75 000	75 000	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto	0	223 000	222 900	222 795	222 685	297 569	297 447	297 320	297 186	297 045	296 897
Podatek	0	42 370	42 351	42 331	42 310	56 538	56 515	56 4910	56 465	56 439	56 410
Zysk netto	0	180 630	180 549	180 464	180 375	241 031	240 932	240 829	240 720	240 607	240 487
Wartość rezydualna	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1 200 000
Inw. przepł. pien. netto	-1 500 000	255 630	255 549	255 464	255 375	241 031	240 932	240 829	240 720	240 607	1 440 487
Wsp. dyskontowy	1,000	0,909	0,826	0,751	0,683	0,621	0,564	0,513	0,467	0,424	0,386
Zdysk. przepł. pien. netto	-1 500 000	232 391	211 198	191 934	174 424	149 661	136 000	123 583	112 298	102 041	555 370

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych własnych.

**Tabela 3. Wariant trzeci – FCFF dla zakupu nieruchomości w 2020 roku, okres inwestycji 10 lat, wartości w tys. PLN**

Wyszczególnienie / Linia czasu	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Nakład na zakup mieszkania	1 500 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Przepływy operacyjne	0	255 630	255 549	241 214	241 125	241 031	240 932	240 829	240 720	240 607	242 917
Przychody z wynajmu	0	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	303 000
Koszty eksploatacyjne	0	2 000	2 100	2 205	2 315	2 431	2 553	2 680	2 814	2 955	3 103
Amortyzacja	0	75 000	75 000	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto	0	223 000	222 900	297 795	297 685	297 569	297 447	297 320	297 186	297 045	299 897
Podatek	0	42 370	42 351	56 581	56 560	56 538	56 515	56 491	56 465	56 439	56 980
Zysk netto	0	180 630	180 549	241 214	241 125	241 031	240 932	240 829	240 720	240 607	242 917
Wartość rezydualna	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inw. przepł. pien. netto	-1 500 000	255 630	255 549	241 214	241 125	241 031	240 932	240 829	240 720	240 607	242 917
Wsp. dyskontowy	1,000	0,909	0,826	0,751	0,683	0,621	0,564	0,513	0,467	0,424	0,386
Zdysk. przepł. pien. netto	-1 500 000	232 391	211 198	181 228	164 691	149 661	136 000	123 583	112 298	102 041	93 655

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych własnych.

**Tabela 4. Wariant czwarty – FCFF dla zakupu nieruchomości w 2021 roku, okres inwestycji 10 lat, wartości w tys. PLN**

Wyszczególnienie / Linia czasu	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Nakład na zakup mieszkania	1 500 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Przepływy operacyjne	0	255 630	241 299	241 214	241 125	241 031	240 932	240 829	240 720	240 607	240 487
Przychody z wynajmu	0	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000
Koszty eksploatacyjne	0	2 000	2 100	2 205	2 315	2 431	2 553	2 680	2 814	2 955	3 103
Amortyzacja	0	75 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto	0	223 000	297 900	297 795	297 685	297 569	297 447	297 320	297 186	297 045	296 897
Podatek	0	42 370	56 601	56 581	56 560	56 538	56 515	56 491	56 465	56 439	56 410
Zysk netto	0	180 630	241 299	241 214	241 125	241 031	240 932	240 829	240 720	240 607	240 487
Wartość rezydualna	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inw. przepł. pien. netto	-1 500 000	255 630	241 299	241 214	241 125	241 031	240 932	240 829	240 720	240 607	240 487
Wsp. dyskontowy	1,000	0,909	0,826	0,751	0,683	0,621	0,564	0,513	0,467	0,424	0,386
Zdysk. przepł. pien. netto	-1 500 000	232 391	199 421	181 228	164 691	149 661	136 000	123 583	112 298	102 041	92 718

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych własnych.

**Tabela 5. Wariant piąty – FCFF dla zakupu nieruchomości w 2022 roku, okres inwestycji 10 lat, wartości w tys. PLN**

Wyszczególnienie / Linia czasu	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Nakład na zakup mieszkania	1 500 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Przepływy operacyjne	0	241 380	241 299	241 214	241 125	241 031	240 932	240 829	240 720	240 607	240 487
Przychody z wynajmu	0	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000
Koszty eksploatacyjne	0	2 000	2 100	2 205	2 315	2 431	2 553	2 680	2 814	2 955	3 103
Amortyzacja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto	0	298 000	297 900	297 795	297 685	297 569	297 447	297 320	297 186	297 045	296 897
Podatek	0	56 620	56 601	56 581	56 560	56 538	56 515	56 491	56 465	56 439	56 410
Zysk netto	0	241 380	241 299	241 214	241 125	241 031	240 932	240 829	240 720	240 607	240 487
Wartość rezydualna	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inw. przepł. pien. netto	-1 500 000	241 380	241 299	241 214	241 125	241 031	240 932	240 829	240 720	240 607	240 487
Wsp. dyskontowy	1,000	0,909	0,826	0,751	0,683	0,621	0,564	0,513	0,467	0,424	0,386
Zdysk. przepł. pien. netto	-1 500 000	219 436	199 421	181 228	164 691	149 661	136 000	123 583	112 298	102 041	92 718

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych własnych.

**Tabela 6. Podsumowanie oceny opłacalności projektu inwestycyjnego**

Warianty modelu	Wariant pierwszy	Wariant drugi	Wariant trzeci	Wariant czwarty	Wariant piąty
	rok rozpoczęcia inwestycji				
Miary oceny opłacalności inwestycji	2011	2018	2020	2021	2022
NPV	357 794,86	26 247,89	6 745,59	-5 968,14	-18 922,69
PI	1,239	1,017	1,004	0,996	0,987
IRR	14,50%	10,41%	10,11%	9,91%	9,71%
MIRR	12,38%	10,19%	10,05%	9,96%	9,86%
<i>ocena opłacalności projektu</i>	<i>opłacalny</i>	<i>opłacalny</i>	<i>opłacalny</i>	<i>nieopłacalny</i>	<i>nieopłacalny</i>

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych własnych.

Trzy warianty pozwalają realizować projekt z zachowaniem inwestorskiej stopy zwrotu na poziomie 10%. Wariant czwarty i piąty to przypadki, w których projekt uruchamiany w 2021 roku i 2022 roku generowałby straty. Przeprowadzona analiza pozwala na potwierdzenie sformułowanej hipotezy badawczej, że zmiany podatkowe wynikające z Polskiego Ładu prowadzą do obniżenia efektywności projektów inwestycyjnych przedsiębiorstw dotyczących zakupu nieruchomości. Pojawia się możliwość analizy tego przypadku w sytuacji zmiany przychodów z wynajmu, zmniejszenia rocznego tempa kosztów eksploatacyjnych lub negocjacji ceny zakupu nieruchomości. Dodatkowe działania mogą mieć wpływ na opłacalność tego projektu. Ze względu na społeczny charakter tego projektu należy zachować ostrożność i pełną szeroką komunikację z interesariuszami już na etapie jego inicjowania. Tak, aby wynajmujący, czyli pracownicy byli świadomi kosztów, które będą wiązać się z użytkowaniem nieruchomości pracodawcy w całym dziesięcioletnim okresie.

#### 4. Podsumowanie

Realizowanie projektów inwestycyjnych wiąże się z różnymi czynnikami ryzyka, które mogą finalnie wpływać na zakończenie projektu z sukcesem lub porażką. To wzmacnia rolę planowania finansowego projektów, ze szczególnym uwzględnieniem szacowania przepływów pieniężnych, kosztu kapitału i inwestorskiej stopy zwrotu. Ocena ekonomicznej opłacalności inwestycyjnej pozwala ograniczyć ryzyko podjęcia niewłaściwej decyzji biznesowej. Trafność prognoz zależy jednak między innymi od zakresu i jakości informacji, które posiada inwestor, a także zmienności założeń.

Zaproponowane studium przypadku przedstawia wyniki analizy wrażliwości na zmianę kosztów uzyskania przychodu w kontekście wykluczenia możliwości amortyzowania

nieruchomości mieszkaniowych. Zmiany podatkowe wprowadzone na mocy Polskiego Ładu z krótkim, w stosunku do długookresowych inwestycji na rynku nieruchomości, okresem przejściowym mogły mieć wpływ na efektywność projektów inwestycyjnych rozpoczętych przed 2022 r. Przeprowadzona analiza wrażliwości pozwoliła potwierdzić postawioną hipotezę badawczą na podstawie mierników oceny opłacalności osiągniętych dla wariantu drugiego i trzeciego, dla których opłacalność była na granicy wymaganej stopy zwrotu, a dla wariantu czwartego i piątego realizacja projektu była nieopłacalna. Zmiany podatkowe wynikające z Polskiego Ładu prowadziły do obniżenia opłacalności projektów inwestycyjnych dotyczących zakupu nieruchomości. Przedstawiony przykład nie oddaje jedynie materialnego charakteru inwestycji, ale podkreśla jej społeczny wymiar. Realizacja projektu socjalnego wspiera mobilność pracowników, odpowiada idei poszukiwania równowagi między życiem zawodowym i rodzinnym, dzięki skróceniu dystansu między miejscem pracy a zamieszkania. Dodatkowym aspektem jest preferencyjny sposób rozliczenia czynszu i przyjęcie ponoszenia kosztów eksploatacyjnych przez pracodawcę. Stanowi to przykład projektu zainicjowanego w ramach prowadzenia biznesu społecznie odpowiedzialnego z uwzględnieniem zrównoważonego rozwoju w zarządzaniu projektami. Ważnym jest podkreślenie znaczenia oceny opłacalności inwestycji przeprowadzonej zarówno dla projektów gospodarczych, jak i takich o charakterze społecznym. Niniejsze opracowanie wypełnia lukę badawczą w obszarze oceny opłacalności projektów inwestycyjnych o charakterze społecznym na rynku nieruchomości. Jest to wkład do teorii oceny opłacalności inwestycji oraz przykład przeprowadzenia analizy wrażliwości w przypadku zmian podatkowych. Z perspektywy rachunku opłacalności inwestycji interpretacja wysokości mierników uzyskana w każdym z wyliczonych wariantów umożliwia ukazanie zalet narzędzi rachunkowości zarządzania projektami. Ograniczenia przeprowadzonego badania wiążą się z przyjętymi założeniami teoretycznymi dotyczącymi atrybutów nieruchomości i charakterystyki przedsiębiorstwa. Informacje początkowe przedstawione w analizowanym przypadku należy uznać za subiektywne, określające prawdopodobną sytuację, ale nie wypełniającą wszystkich możliwych przypadków. Mimo ujęcia teoretycznego oraz modelowego, projekty o zaproponowanej charakterystyce realizowane są w praktyce gospodarczej. Dalsze badania ilościowe powinny zostać przeprowadzone wśród przedsiębiorstw z sektora prywatnego, które w okresie wdrażania zmian podatkowych planowały lub realizowały projekty o charakterze społecznym na rynku nieruchomości. Pozwolą one na weryfikację założeń w modelu teoretycznym i ewentualnie jego aktualizację.



## Bibliografia

Augustynowicz, E. (2022). Formy opodatkowania jednoosobowej działalności gospodarczej w świetle zmian Polskiego Ładu. *Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego w Zielonej Górze*, (17), 89-104. <https://doi.org/10.26366/PTE.ZG.2022.229>

Banaszewska, M. (2023). Polski Ład z perspektywy form opodatkowania i oskładkowania dochodów osób fizycznych. W: Małecka-Ziembińska, E. (red.), *Polski Ład a opodatkowanie dochodów. Ujęcie prawne, finansowe i ekonomiczne* (s. 149-168). Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu. <https://doi.org/10.18559/978-83-8211-162-0/8>

Brzeziński, B. (2023). Prawo podatkowe – między strategią działania a incydentem politycznym. W: Brzeziński, B., Lasiński-Sulecki, K. (red.), *Polski ład – wpływ na rozliczenia podatkowe przedsiębiorców* (s. 13-26). Warszawa: Wolters Kluwer.

Ciborowski, R.W., Gruszewska, E. i Meredyk, K. (2001). *Podstawy rachunku efektywności inwestycji*. Białystok: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Białymstoku.

Czarnek, J., Jaworek, M., Marcinek, K. i Szóstek, A. (2011). *Efektywność projektów inwestycyjnych*. Toruń: Wydawnictwo TNOIK.

Dziadkiewicz, A., Sokołowska, E. i Jarzemowska, M. (2022). Stakeholder identification as a determinant of sustainable project management. *Zeszyty Naukowe. Organizacja i Zarządzanie*, 156, 141-155. <https://doi.org/10.29119/1641-3466.2022.156.10>

Fabianová, J., Janeková, J., Fedorko, G., i Molnár, V. (2023). A Comprehensive Methodology for Investment Project Assessment Based on Monte Carlo Simulation. *Applied Sciences*, 13(10), 6103-6120. <https://doi.org/10.3390/app13106103>

FOB (2023). *Odpowiedzialny biznes w Polsce 2022. Dobre praktyki*. Pobrano z [https://www.odpowiedzialnybiznes.pl/publikacje/raport-2022\(22.10.2023\)](https://www.odpowiedzialnybiznes.pl/publikacje/raport-2022(22.10.2023)).

Gajda, M. (2022). The impact of the Polish Deal on labour market. *Revue de droit comparé du travail et de la sécurité sociale*, (4), 202-203. <https://doi.org/10.4000/rdctss.4780>

Glumińska-Pawlic, J. i Obidowski, J. (2023). O potrzebie respektowania norm konstytucyjnych w przypadku braku przepisów intertemporalnych w ustawach podatkowych. *Kwartalnik Prawa Podatkowego*, 2, 97-115. <https://doi.org/10.18778/1509-877X.2023.02.05>

Grzeszczyk, T.A., i Waszkiewicz, M. (2020). Sustainable investment project evaluation. *Entrepreneurship and sustainability issues*, 7(3), 2363-2381. [https://doi.org/10.9770/jesi.2020.7.3\(60\)](https://doi.org/10.9770/jesi.2020.7.3(60))

Jaśniewicz, M. (2022), Nowy (bez) Ład w opodatkowaniu najmu nieruchomości. *Kwartalnik Prawa Podatkowego*, 1, 39-62. <https://doi.org/10.18778/1509-877X.2022.01.03>

Kerzner, H. (2005). *Advanced Project Management*. Edycja polska. Gliwice: Helion.

Kłobukowska, J. (2020). Źródła finansowania projektów z zakresu społecznej odpowiedzialności biznesu realizowanych przez mikro i małe przedsiębiorstwa w Polsce. W: Sawicki, A., Przybyła W., *Wybrane aspekty zarządzania społeczną odpowiedzialnością biznesu i kształceniem online* (s. 33-45). Łódź: Wydawnictwo Akademii Humanistyczno-Ekonomicznej w Łodzi.

Małecki, P.P., Rosiek, K. i Żaba-Nieroda, R. (2019). *Metody oceny projektów gospodarczych*. Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie.

Merło, P. (2021). *Inwestycje rzeczowe w praktyce gospodarczej*. Olsztyn: Instytut Badań Gospodarczych.

Pogroszewska, M. (2021). Polski Ład PiS: najem mieszkań cały na ryczałcie, bez korzystnych odliczeń. *Rzeczpospolita*, 27 lipca 2021. Pobrano z <https://www.rp.pl/nieruchomosci/art16894181-polski--lad-pis-najem-mieszkan-caly-na-ryczalcie-bez-korzystnych-odliczen> (1.09.2023).

### **Akty prawne**

(Ustawa, 1991). Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych, Dz .U. 1991 nr 80 poz. 350.

(Ustawa, 2021). Ustawa z dnia 29 października 2021 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz niektórych innych ustaw, Dz. U. 2021 poz. 2105.