

medycznych, rachunku kosztów oraz tzw. kontraktów w systemie ekonomiczno-finansowym opieki zdrowotnej.

W rozdziale V, który został przez Autorkę poświęcony systemowi ekonomiczno-finansowemu opieki zdrowotnej w okresie po reformie z roku 1999, jednocześnie została zawarta ocena systemu funkcjonującego w okresie przed tą reformą. Autorka ujęła te wnioski w dwie grupy, odpowiednio do dwóch przyjętych kryteriów oceny systemów ekonomiczno-finansowych opieki zdrowotnej, tj. solidaryzmu społecznego i efektywności mikro- i makroekonomicznej.

W przeprowadzonych badaniach – których rezultaty zawiera rozdział V – Autorka skoncentrowała się na ocenie mechanizmu powiązań finansowych pomiędzy Kasami Chorych a instytucjami opieki zdrowotnej oraz na gospodarce finansowej Kas Chorych, zasadniczo pominięła natomiast ocenę funkcjonowania samych instytucji usługowych opieki zdrowotnej, a zwłaszcza ich gospodarkę finansową.

Walorem rozdziału V są przytoczone przez Autorkę ciekawe dane, które dotyczą struktury podmiotowej osób wnoszących składkę ubezpieczenia zdrowotnego i tych, za których składka jest opłacana z budżetu i funduszy parabudżetowych. Zapewne jeszcze bardziej interesujące byłoby porównanie tych danych z danymi o korzystających z usług opieki zdrowotnej finansowanych przez Kasy Chorych, czyli kto i w jakiej wysokości wnosi składkę, a kto i w jakim zakresie korzysta z usług opieki zdrowotnej.

Analogicznie do oceny systemu istniejącego w latach 1990-1998 Autorka przedstawiła ocenę systemu w latach 1999-2000. Wnioski te, jakkolwiek wypływają z treści rozprawy, to jednak nie odnoszą się w zasadzie do samego funkcjonowania instytucji świadczących usługi opieki zdrowotnej i ich gospodarki finansowej. Zwłaszcza godne uwagi byłoby odnotowanie tutaj głębokich zmian, jakie nastąpiły w funkcjonowaniu instytucji opieki zdrowotnej oraz rezultaty restrukturyzacji szpitali. Brakuje też oceny efektywności działalności instytucji opieki zdrowotnej, pomimo że stosowane techniki jej pomiaru są powszechnie na świecie znane i stosowane.

Za słabą stronę drugiej części pracy można by uznać zarówno brak wskazania przez Autorkę przeszkód w reformie systemu opieki zdrowotnej w latach 1990-1998, uniemożliwiających kompleksową reformę systemu ekonomiczno-finansowego opieki zdrowotnej adekwatnie do przeprowadzanej wówczas transformacji całego ustroju politycznego, społecznego i gospodarczego kraju, jak i ich wpływu na wybór rozwiązań wprowadzanych – z takim opóźnieniem – w 1999 roku reformą systemu opieki zdrowotnej.

Ogólnie pracę cechuje klarowna konstrukcja i logika prowadzonych wywodów. Atutem jest to, że Autorka na początku pracy zdefiniowała najistotniejsze pojęcia, co wpływa na przejrzystość dalszych wywodów. Na przejrzystość pracy wpływa również umieszczenie – zresztą trafnie dobranych – wielu tabel, wykresów i schematów. Jednakże niektóre z nich mogłyby zawierać bardziej aktualne dane, szczególnie biorąc pod uwagę fakt, że są one dostępne.

Niewątpliwie Autorka zrealizowała postawiony we wstępie cel pracy, a praca jest wielowątkowa i ciekawa, co świadczy o dobrej znajomości Autorki nie tylko nauki finansów publicznych i ekonomiki zdrowia oraz nauki polityki społecznej, lecz także realiów funkcjonowania opieki zdrowotnej w Polsce. Stąd też praca ta może stanowić wartościową pozycję dla szerokiego kręgu odbiorców.

Justyna Rój

Jerzy Gajdka, *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, ss. 337.

Omawiana książka składa się ze wstępu, dziesięciu rozdziałów i zakończenia. Generalnie przedmiotem zainteresowania autora jest szeroko rozumiana problematyka kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie. Zamiarem autora było przedstawienie teorii struktury kapitału i ich znaczenia dla analizy zachowań polskich przedsiębiorstw. Adresatami książki są, według autora, zarówno ekonomiści, jak i praktycy gospodarczy.

Wybór dokonany przez autora, aby przedmiotem swojej książki uczynić obszar finansów przedsiębiorstw związany z tzw. decyzjami finansowymi, należy ocenić bardzo pozytywnie. Ciągłe bowiem istnieje ogromna dysproporcja pomiędzy zainteresowaniem problematyką struktury kapitału w krajach Europy Zachodniej i USA a Polską (choć w ostatnich latach sytuacja powoli się zmienia). Konieczność prowadzenia badań naukowych z tego zakresu wynika nie tylko z faktu, że jest to dziedzina niezwykle interesująca z teoretycznego punktu widzenia, ale z również z dużego zainteresowania przedsiębiorców.

Pierwszy rozdział książki ma charakter porządkujący i zawiera definicje podstawowych pojęć. Jest to szczególnie istotne w przypadku podstawowego dla omawianej pracy pojęcia struktury kapitału. Pojęcie to jest przez różnych autorów rozmaicie definiowane. Autor omawia propozycje innych autorów, przyjmując jednak własną definicję, w której analizując strukturę kapitału, bierze się pod uwagę kapitał własny oraz zobowiązania oprocentowane (niezależnie od terminu spłaty). Oczywiście z teoretycznego punktu widzenia można wysuwać pewne zastrzeżenia (choćabyż to, że o koszcie kapitału obcego przesądza nie tylko stopa procentowa), jednak takie podejście jest z pewnością najbardziej praktyczne zwłaszcza w przypadku prowadzenia badań empirycznych. Autor omawia również poszczególne źródła kapitału własnego i obcego, pomijając jednak ważne dla wielu przedsiębiorstw źródło, jakim jest leasing finansowy. Pewne kontrowersje może budzić sposób przedstawiania metod szacowania kosztu kapitału własnego. W podrozdziale *Wyznaczanie kosztu kapitału* autor przedstawia tzw. model Gordona, natomiast dwa inne modele, również wykorzystywane przy obliczaniu kosztu kapitału własnego, czyli CAPM i APT, omawia w części książki poświęconej ryzyku. Generalnie jednak pierwszy rozdział stanowi bardzo dobre przygotowanie do analizy materiału zawartego w dalszej części książki.

Począwszy od rozdziału drugiego aż do rozdziału siódmego autor kolejno omawia poszczególne teorie struktury kapitału. Rozdział drugi poświęcony jest tzw. pierwotnym teoriom struktury kapitału oraz twierdzeniom Modiglianiego i Millera w wersji bez podatków dochodowych.

Trzeci rozdział poświęcony jest twierdzeniom Modiglianiego i Millera w wersji uwzględniającej wpływ podatku dochodowego oraz modelowi Millera, czyli modelowi uwzględniającemu wpływ zarówno podatku dochodowego płaconego przez przedsiębiorstwa jak i podatku dochodowego płaconego przez osoby fizyczne. Walorem tej części pracy są badania empiryczne testujące trafność wniosków Modiglianiego i Millera w odniesieniu do polskich spółek giełdowych. Choć uzyskane wyniki nie są jednoznaczne (czego zresztą można było oczekiwać), to każda tego typu próba jest cenna, gdyż przyczynia się do rozwoju metod badania zjawisk związanych ze strukturą kapitału.

Czwarty rozdział stanowi kontynuację rozważań na temat wpływu systemu podatkowego na decyzje finansowe przedsiębiorstw. Wątpliwości może budzić umieszczenie w tym rozdziale podrozdziału dotyczącego wpływu inflacji na strukturę kapitału. Wpływ ten nie ogranicza się z pewnością tylko do kwestii związanych z podatkami i wart by był osobnego omówienia. Wydaje się, że właściwsze byłoby połączenie rozdziału trzeciego i czwartego oraz przeanalizowanie problemu inflacji w osobnym rozdziale.

W piątym rozdziale autor analizuje teorię kosztów bankructwa, porównując przy tym w bardzo interesujący sposób argumenty przemawiające za uznaniem tych kosztów za istotne z argumentami przeciwnymi. Warto jednak zwrócić uwagę na fakt, że dwa zagadnienia omawiane w tym rozdziale, tzn. problem niedoinwestowania i substytucji aktywów, nie mają swojego źródła w teorii kosztów bankructwa. Przyczyną ich powstawania jest konflikt interesu między właścicielem a wierzycielem. Oczywiście w sytuacji wzrostu prawdopodobieństwa bankructwa problemy niedoinwestowania i substytucji aktywów stają się bardziej dotkliwe. Autor omawia również wiele sposobów badania empirycznego kosztów bankructwa. Wydaje się, że właśnie w tej części pracy właściwe byłoby przedstawienie wyników badań Titmana i Wesselsa, na które autor powołuje się w ostatnim rozdziale pracy.

Rozdział szósty poświęcony jest teorii kosztów agencji. Według autora jest to w ostatnich latach jedna z najbardziej dynamicznie rozwijających się teorii struktury kapitału. Autor nie definiuje wprost kosztów agencji, choć z toku wyводу wynika, że rozumie je jako obniżenie wartości przedsiębiorstwa w rezultacie konfliktu między właścicielem a menedżerami. Przyczyny powstawania kosztów agencji oraz wpływ struktury kapitału na ich poziom zostały omówione obszernie i wyczerpująco. Analizując wpływ długu na koszty agencji, autor wspomina m.in. o roli długu w zmniejszaniu asymetrii informacji w przypadku zagrożenia przedsiębior-

stwa upadłością. Oczywiście zmniejszanie asymetrii informacji między zarządem a akcjonariuszami wynikające ze stosowania długu jest istotne nie tylko w przypadku zagrożenia upadłością, ale również gdy takiego zagrożenia nie ma.

Autor, pisząc o kosztach agencji, wymienia jako jeden ze sposobów ich zmniejszania motywacyjne systemy wynagrodzeń menedżerów, które często oparte są na wynagradzaniu opcjami na akcje zarządzanych przedsiębiorstw. Autor generalnie uznaje takie rozwiązania za korzystne. Doświadczenia ostatnich lat pokazują jednak, że są to rozwiązania dość kontrowersyjne. Ostatnie bardzo głośne przypadki upadłości amerykańskich korporacji, według wielu opinii, są spowodowane decyzjami menedżerów, którzy posiadając opcje na akcje, byli zainteresowani krótkoterminowymi zmianami kursu. W rozdziale szóstym znajduje się również analiza skutków konfliktu między właścicielem a wierzycielem. Autor podkreśla, że jest to czynnik ograniczający stosowanie długu. Podsumowując rozdział, autor dokonuje interesującego porównania wpływu na wartość przedsiębiorstwa czynników związanych z tarczą podatkową, kosztami bankructwa i dwoma rodzajami kosztów agencji.

W kolejnym rozdziale autor pod hasłem asymetrii informacji umieszcza dwie teorie: hierarchii źródeł finansowania oraz sygnalizacji. Choć nie we wszystkich klasyfikacjach teorii struktury kapitału te dwie teorie traktuje się jako należące do tej samej grupy, to podejście autora jest dobrze uzasadnione. W przypadku każdej z omawianych w tym rozdziale teorii zachowania decydentów determinowane są asymetrią informacji między zarządem a uczestnikami rynku kapitałowego. Porównując omawiane teorie, warto wspomnieć jednak, że choć obie opierają się na podobnych założeniach, to ostateczne wnioski są odmienne (częściowo nawet sprzeczne).

Kolejny rozdział poświęcony jest teorii konkurencji o przejęcie kontroli nad spółką oraz teorii sytuacji na rynku produktów i czynników produkcji. Są to najnowsze teorie i zwłaszcza jeżeli chodzi o badania empiryczne, dotychczasowy dorobek naukowy jest dość skromny.

Rozdział dziewiąty poświęcony jest pojęciu pojemności zadłużeniowej. Autor słusznie zauważył, że o kształtowaniu optymalnej struktury kapitału można mówić, gdy przedsiębiorstwo ma możliwość swobodnego wyboru źródeł finansowania, czyli np. zaciągania długu. Dlatego ważne jest określenie tzw. maksymalnej pojemności zadłużeniowej. Należy dodać, że warunkiem swobodnego kształtowania struktury kapitału jest również posiadanie zdolności do emisji kapitału własnego.

Ostatni rozdział zawiera opis, wytypowanych na podstawie analizy różnych teorii struktury kapitału, czynników mających zdaniem autora znaczenie przy podejmowaniu przez przedsiębiorstwa decyzji finansowych. Największe wątpliwości budzi wiązanie wielkości podmiotu z kosztami bankructwa. Argument o proporcjonalnie niższych kosztach bankructwa większych przedsiębiorstw nie znajduje przekonującego uzasadnienia.

Autor badaniom poddał dwie próby: 106 i 48 spółek giełdowych (autor nie wyjaśnił precyzyjnie, jakie były merytoryczne przesłanki konstrukcji dwóch prób). Wyniki pokazują, że spośród czynników wpływających teoretycznie na strukturę kapitału największe znaczenie ma yskowność. Stanowi to potwierdzenie teorii hierarchii źródeł finansowania.

Generalnie należy uznać książkę Jerzego Gajdki za dzieło bardzo wartościowe. Choć książka nie przyczynia się do rozwoju teorii struktury kapitału, to niezwykle wnikliwe przeanalizowanie dorobku światowej nauki w tym zakresie jest bardzo cenne. Cały tok wyводу przekonuje, że autor nie tylko wykonał ogromną pracę polegającą na studiach literatury, lecz także potrafi wyciągać interesujące wnioski i dokonywać syntezy różnych poglądów. Wysoko należy ocenić również strukturę pracy, która sprzyja właściwemu odbiorowi treści przekazywanych przez autora.

Drobny niedosyt może budzić jedynie odzwierciedlenie w pracy drugiej części tytułu, czyli aplikacji teorii struktury kapitału w warunkach polskich. Autor oczywiście nie pominął tego problemu, dość często nawiązując do polskich uwarunkowań, jednak badania empiryczne, jakie przeprowadził, nie stanowią przełomu w wyjaśnianiu przesłanek podejmowania decyzji finansowych w polskich przedsiębiorstwach. Należy jednak zdawać sobie sprawę, jak niezwykle trudne jest przeprowadzenie tego typu badań. W Stanach Zjednoczonych i Europie Zachodniej badania związane ze strukturą kapitału próbuje się realizować od lat siedemdziesiątych i ciągle rezultaty nie są satysfakcjonujące. W warunkach polskich problem stanowi nie tylko przygotowanie odpowiedniej metody, ale również, a być może nawet przede wszystkim, dostęp do

danych. Dlatego należy z uznaniem odnotować próby badań, jakich dokonał autor. Choć – jak wcześniej napisano – nie stanowią one przełomu, lecz na pewno są krokiem naprzód w rozwoju metodyki badań teorii struktury kapitału w warunkach polskich.

Walory omawianej książki sprawiają, że krąg odbiorców, do których autor zamierzał dotrzeć (ekonomiści i praktycy gospodarczy), należałoby rozszerzyć o studentów uczelni ekonomicznych. Książka Jerzego Gajdki stanowi bowiem nie tylko interesujący przykład rozprawy naukowej, zawierającej liczne fragmenty przydatne dla menedżerów, ale również jest pełnowartościowym podręcznikiem akademickim. Książka powinna być wykorzystywana jako podręcznik uzupełniający w przypadku takich przedmiotów, jak Finanse przedsiębiorstw czy Zarządzanie finansami, oraz jako podręcznik podstawowy w przypadku przedmiotów specjalistycznych związanych z problematyką struktury kapitału.

*Adam Skowroński*