

*Kapitałowa strategia przedsiębiorstwa*, pod red. Jana Sobiecha, Wydawnictwa Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2002, ss. 632.

W końcu 2002 r. została opublikowana niezwykle interesująca praca, będąca wynikiem kilkuletnich badań zespołowych pracowników Katedry Finansów Przedsiębiorstw Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, pod redakcją naukową prof. dr hab. Jana Sobiecha. Opracowanie o objętości 635 stron jest podzielone na sześć rozdziałów. Przedstawiono w nich problem strategii kapitałowej przedsiębiorstw w aspekcie metodycznym, faktograficznym i eksperymentalnym. Zwrócono więc szczególną uwagę na:

- określenie właściwych czynników wpływających na pozyskiwania kapitału z różnych źródeł i w różnej formie,
- wpływ danej strategii kapitałowej na rozwój przedsiębiorstwa,
- wykorzystanie i prognozowanie planowania finansowego w podejmowaniu decyzji finansowych w przedsiębiorstwach.

Przedstawiając strategię kapitałową przedsiębiorstwa, Autorzy zaprezentowali najważniejsze instrumenty pozyskiwania kapitału zewnętrznego własnego i obcego. Spośród form kapitału zewnętrznego własnego, szczególnej analizie poddali mechanizm zaopatrywania się w kapitał przez spółki akcyjne w wyniku emisji akcji. Za podstawowy instrument pozyskiwania kapitału obcego długookresowego i kształtowania struktury kapitału przyjęli obligacje. Sądzą, że dla kompleksowego przedstawienia najważniejszych instrumentów zaopatrywania się przedsiębiorstw w kapitał długookresowy celowe byłoby uwzględnienie kredytu bankowego i leasingu. Pozyskiwanie zaś kapitału obcego krótkoterminowego zostało przedstawione przez różne formy, charakterystyczne dla rozwijającej się gospodarki rynkowej.

Przedmiotem rozdziału I są kwestie związane z kształtowaniem struktury kapitału. Zagadnienie to jest rozważane w aspekcie teoretycznym oraz w warunkach działania przedsiębiorstw w polskiej gospodarce. Autor poddając badaniu i analizie spółki (z wyjątkiem banków i zakładów ubezpieczeniowych), których akcje są notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, określił czynniki wpływające na strukturę kapitału. Zwrócił szczególną uwagę na tzw. koszty agencji. Konstruując odpowiednie wskaźniki poszukiwał zależności między stopą zadłużenia i przepływami z działalności operacyjnej oraz między stopą zadłużenia długoterminowego i wartością przepływów operacyjnych. Wyniki badań stanowiły podstawę do sformułowania przez Autora rozdziału wniosków, iż:

- występuje istotna zależność między wartością przepływów z działalności operacyjnej a stopą zadłużenia,
- badane spółki narażone są na koszty agencji,
- nie zachodzi korelacja między stopą zadłużenia długoterminowego a wartością przepływów operacyjnych.

Rozdział II dotyczy pozyskiwania przez spółki akcyjne kapitału zewnętrznego własnego i obcego, to jest przez emisję akcji i obligacji. Autorzy, uwzględniając typy strategii finansowania spółek publicznych, przeanalizowali możliwości zdobywania przez nie kapitału i zwiększania ich wartości rynkowej. Badali związki:

- między wynikiem oceny atrakcyjności spółki na podstawie przeprowadzonej analizy a wielkością popytu zgłaszanego na akcje nowej emisji,
- między zdolnością do emisji akcji a opracowaną strategią finansowania, kształtowania optymalnej struktury kapitału z punktu widzenia podstawowego celu przedsiębiorstwa lub inaczej maksymalizacji bogactwa właścicieli albo wartości rynkowej spółki.

Potrzeby finansowe spółek akcyjnych poddanych badaniu były także zaspokajane przez emisję obligacji. Ważne znaczenie dla tych spółek miała emisja obligacji zamiennych na akcje. Celem emisji takich obligacji było:

- z jednej strony pozyskanie w możliwie krótkim czasie środków pieniężnych,
- a z drugiej dobór akcjonariuszy oraz powiększenie kapitałów własnych.

Ponadto emisja miała wpływać na poprawę płynności finansowej spółek. Oczywiście, że strategia finansowania spółek powinna uwzględniać wiele czynników tzw. makrootoczenia, otoczenia konkurencyjnego i sytuację finansową samej spółki.

W niezwykle interesujący sposób została przedstawiona strategia kredytu kupieckiego w rozdziale III pracy. Autorka zagadnienie to prezentuje w aspekcie obu podmiotów takiej umowy, tj. wykorzystującego i udzielającego kredyt. Na podstawie przeprowadzonych badań empirycznych w zakresie kredytu kupieckiego a dotyczących małych przedsiębiorstw handlowych oraz przedsiębiorstw różnych branż i o różnej wielkości:

- określiła jego znaczenie w strukturze kapitału przedsiębiorstw oraz na tle innych krótkoterminowych, obcych form finansowania,
- wskazała na przesłanki zwiększające znaczenie kredytu kupieckiego w finansowaniu przedsiębiorstw, oraz jego oddziaływanie na politykę sprzedaży i wynik finansowy przedsiębiorstw,
- podkreśliła, że ważnym czynnikiem wpływającym na zakres i wagę tego kredytu w strukturze źródeł i form finansowania ma jego ubezpieczenie,
- przedstawiła zasady ustalania kosztu kredytu w zależności od takich warunków jak: wysokość procentowej stopy upustu, okresu korzystania z upustu i całkowitego okresu spłaty kredytu.

Istotnym uzupełnieniem rozdziału II i III jest treść rozdziału IV. Zostały w nim przedstawione wybrane formy finansowania krótkookresowego. Autorzy analizują na podstawie danych makroekonomicznych strukturę zobowiązań krótkoterminowych przedsiębiorstw w latach 1995-1997 oraz czynniki wpływające na wielkość i strukturę tych form finansowania. Następnie badają zależności między strukturą zobowiązań krótkookresowych a wielkością i formą prawną przedsiębiorstwa, rentownością majątku. Bardziej szczegółowe badania dotyczyły czynników wpływających na zdolność przedsiębiorstwa do pozyskiwania kredytu kupieckiego i krótkoterminowego kredytu bankowego oraz między innymi takich form finansowania, jak faktoring.

W wyniku analizy materiału empirycznego Autorzy sformułowali kilka wniosków, a mianowicie, że

- struktura form finansowania krótkookresowego jest zależna od rodzaju prowadzonej działalności przez przedsiębiorstwo,
- na dostępność do konkretnych form finansowania ma wpływ wielkość przedsiębiorstwa,
- spośród odpłatnych form finansowania najtaniej można uzyskać kapitał poprzez emisję krótkoterminowych papierów wartościowych.

Istotnym elementem kapitałowej strategii współczesnych przedsiębiorstw jest uwzględnienie aspektów ekologicznych. Zatem w strategii finansowania muszą być z jednej strony uwzględnione różnego rodzaju opłaty (np. produktowa, za pobór wody, emisję zanieczyszczeń do środowiska naturalnego) i kary pieniężne za zanieczyszczanie środowiska, a z drugiej wydatki związane z inwestycjami ekorozwojowymi. Autorzy wskazują:

- na źródła i formy sfinansowania inwestycji ekorozwojowych w Polsce,
- na warunki korzystania z tych środków (np. z funduszy ekologicznych, funduszy i instytucji wspierających rozwój terenów wiejskich).

W ostatnim VI rozdziale podjęta została kwestia wpływu systemu podatkowego na strategię kapitałową przedsiębiorstwa. Autorzy rozważają rolę państwa w gospodarce przez pryzmat relacji między podatkami pośrednimi i bezpośrednimi oraz neutralności podatków pośrednich, zwłaszcza VAT. Analizując podatki dochodowe zwracają uwagę na:

- konstrukcję podatku (w tym podstawę opodatkowania, stawki, różnego rodzaju preferencje takie jak ulgi pośrednie z tytułu wydatków inwestycyjnych, czy bezpośrednie polegające na obniżce należnego podatku),
- kwestię opodatkowania zysków kapitałowych, w tym otrzymywanych w postaci dywidendy.

Obciążenia podatkowe mogą zatem wpływać na zakres samofinansowania i kształtowanie struktury kapitału oraz zakres wykorzystania dźwigni finansowej. W związku z tym nie bez znaczenia jest wybór miejsca i formy organizacyjno-prawnej prowadzenia działalności gospodarczej. Jednocześnie Autorzy podejmują problem szkodliwej konkurencji podatkowej oraz wykorzystania w strategii finansowej zapisów umów o unikaniu podwójnego opodatkowania. Zaznaczają, że w strategii finansowej należy brać pod uwagę metodę wyłączenia i kredytu podatkowego.

Recenzowana praca stanowi bardzo użyteczne kompendium wiedzy teoretycznej i praktycznej. Zagadnienia w niej podjęte zostały przedstawione w sposób klarowny i wielu przypadkach zilustrowane przykładami liczbowymi. Uważam, że praca powinna być przedmiotem du-

żego i szerokiego zainteresowania studentów oraz praktyków gospodarczych, zwłaszcza menedżerów finansowych. Autorzy zaprezentowali nowe oryginalne spojrzenie na problem finansowania przedsiębiorstw w okresie transformacji polskiej gospodarki. Wskazali na czynniki (szanse i zagrożenia) w dostępie do kapitału zewnętrznego obcego i własnego, w zależności od formy organizacyjno-prawnej przedsiębiorstwa, jego wielkości i przynależności do branży. Ważne jest to, że wnioski sformułowane w pracy są wynikiem analizy rozwiązań teoretycznych i badań empirycznych. W pracy dokonano także porównań niektórych rozwiązań w Polsce z obowiązującymi w innych krajach.

Drobnym niedostatkim pracy, nie wpływającym na jej wartość merytoryczną, jest brak spisu tabel, bibliografii i aktów prawnych.

*Janina Ickiewicz*