

konstytucyjne stosują swoistą metodykę postępowania z niektórymi kategoriami spraw w celu zwiększenia własnej efektywności działania.

Zakończenie pracy zawiera wnioski z przeprowadzonych w niej rozważań. Anna M. Ludwowska potwierdza tu zarówno dobrą znajomość poruszonej problematyki. Zakończenie może ponadto stanowić niezwykle przydatny materiał dla dalszego badania sądownictwa konstytucyjnego w systemach prawnych państw Środkowej i Wschodniej Europy.

Wojciech Wojciechowski

Aleksandra Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, ss. 166.

Książka składa się ze wstępu i pięciu rozdziałów: *Kapitały własne i obce finansujące działalność przedsiębiorstwa, Ryzyko i mechanizm dźwigni w działalności przedsiębiorstwa, Koszt kapitału w przedsiębiorstwie, Struktura kapitału a wartość przedsiębiorstwa, Zwiększanie wartości przedsiębiorstwa*.

Pierwszy rozdział książki ma charakter porządkujący i zawiera definicje podstawowych pojęć używanych przez Autorkę. Z punktu widzenia kolejnych rozdziałów największe znaczenie mają definicje kapitału i jego struktury, wartości rynkowej przedsiębiorstwa i składników jego majątku, a także wartości rynkowej kapitału własnego i kapitału obcego. W drugiej części rozdziału można znaleźć krótką charakterystykę poszczególnych składników kapitału.

Rozdział drugi poświęcony jest w całości problematyce ryzyka. Autorka opisuje podstawowe pojęcia dotyczące miar ryzyka, klasyfikacji ryzyk, prognozy rentowności, dźwigni finansowej i operacyjnej. Przy okazji analizy współczynnika β scharakteryzowane są modele opisujące spodziewany zwrot z inwestycji polegającej na kupnie akcji: model jednoczynnikowy Sharpa'ego, CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) i APT (*Arbitrage Pricing Theory*).

Rozdział trzeci zawiera wyjaśnienia pojęcia i objaśnienie sposobów szacowania kosztu kapitału pochodzącego z różnych źródeł. Autorka opisuje również koncepcję średniego ważonego kosztu kapitału. Ostatnia część tego rozdziału poświęcona jest zależnościom pomiędzy kosztem kapitału a decyzjami inwestycyjnymi.

W rozdziale czwartym Autorka zajmuje się jednym z bardziej kontrowersyjnych kierunków badań we współczesnych finansach, czyli zależnością pomiędzy strukturą kapitału a wartością przedsiębiorstwa. Autorka przedstawia kluczowe dla rozwoju teorii struktury kapitału twierdzenia Modiglianiego-Millera wraz z ich późniejszym uzupełnieniem o zagadnienia wpływu podatku dochodowego na wartość przedsiębiorstwa. W zawartej w pracy próbie systematyki teorii struktury kapitału Autorka przedstawia podział na teorie substytucji oraz teorie związane z asymetrią informacji.

Ostatni rozdział poświęcony jest coraz bardziej popularnym w ostatnich latach koncepcjom rynkowej wartości dodanej (MVA) i ekonomicznej wartości dodanej (EVA). Autorka obszernie wyjaśnia obie koncepcje pokazując możliwości ich praktycznego wykorzystania w zarządzaniu przedsiębiorstwem.

Autorka we wstępie deklaruje chęć dotarcia przede wszystkim do dwóch grup odbiorców: studentów oraz kadry menedżerskiej. Jest to trudne zadanie bowiem grupy te – choć na pewno ich zapotrzebowanie na wiedzę nie jest przeciwstawne – to jednak wymagają innego sposobu przedstawiania informacji. Studenci powinni otrzymać książkę o charakterze dydaktycznym, systematyzującą aktualny stan wiedzy na temat struktury i kosztu kapitału. Dla menedżerów konieczne jest położenie nacisku na praktyczne zastosowania przedstawionych teorii. Wydaje się, że w pewnym stopniu postulat ten został zrealizowany.

Analizując kompleksowo strukturę i treść książki można dojść do wniosku, że Autorka zagadnienia struktury i kosztu kapitału przedstawia w sposób przemyślany i systematyczny. Wywód

rozpoczyna się od części pojęciowej i poprzez opis problematyki ryzyka, charakterystykę sposobów obliczania kosztu kapitału i systematyką teorii kosztu kapitału doprowadza czytelnika do koncepcji wartości przedsiębiorstwa. Poprzez przyjęcie takiego układu książki Autorka stara się uwytknąć znaczenie wartości przedsiębiorstwa jako podstawowego kryterium podejmowania decyzji przez zarządzających przedsiębiorstwami. Postrzeganie zarządzania przez pryzmat wartości przedsiębiorstwa jest powszechnie od wielu lat opisywane w teorii finansów, jednak ciągle jest bardzo słabo zakorzenione w świadomości wielu menedżerów, stąd próba popularyzowania tych zagadnień zasługuje z pewnością na uznanie.

Oceniając zawartość pierwszego rozdziału należy podkreślić znaczenie uporządkowania pojęć dla prawidłowego zrozumienia intencji Autora. Wydaje się, że rozdział ten swoją podstawową funkcję spełnia. Można mieć jednak kilka zastrzeżeń do poszczególnych sformułowań. Na s. 15 znajduje się dość wyraźna sugestia, że teoria Modiglianego-Millera zakładała istnienie optymalnej struktury kapitału tzn. takiej proporcji pomiędzy kapitałem własnym i obcym, przy której koszt kapitału jest minimalny i stąd wartość przedsiębiorstwa jest maksymalna. Tymczasem Modigliani i Miller zakładali w swojej podstawowej teorii coś dokładnie odwrotnego. Starali się bowiem wykazać (co Autorka w rozdziale czwartym sama dość dokładnie opisuje), że średni ważony koszt kapitału nie zależy od struktury kapitału czyli poprzez kształtowanie proporcji pomiędzy kapitałem własnym i długiem nie można zmieniać wartości przedsiębiorstwa.

Zagadnienia związane z ryzykiem są niewątpliwie mocno związane z problematyką kosztu i struktury kapitału lecz wydaje się, że związek ten w omawianej pracy nie jest zaakcentowany dostatecznie mocno. Autorka omawia dość obszernie próg rentowności, dźwignię operacyjną nie pokazując jednoznacznie jak przekłada się to na np. obliczenie kosztu kapitału czy kształtowanie struktury kapitału. Ponadto w kalkulowanie prognozy rentowności wkradła się pewna nieścisłość. Autorka na s. 51 w sposób zbyt uproszczony zakłada, że przepływy operacyjne zależą wyłącznie od zysku operacyjnego i amortyzacji pomijając wpływ zmian stanu kapitału obrotowego netto na te przepływy.

Autorka słusznie zauważa, że ryzyko można analizować z punktu widzenia rynku kapitałowego (ryzyko inwestowania w akcje danego przedsiębiorstwa) oraz z punktu widzenia działalności danego przedsiębiorstwa. Oczywiście ryzyka te są ze sobą powiązane. Autorka jednak nie pokazała precyzyjnie tego związku, zbyt lakonicznie opisując modele obliczania stopy zwrotu z inwestycji polegających na kupnie akcji. Opis ten tym bardziej byłby potrzebny, że CAPM stanowi najbardziej wyraźne połączenie tego rozdziału z dalszym tokiem książki (jest podstawową metodą obliczania kosztu kapitału własnego w rozdziale 3). Podsumowując rozdział drugi należy stwierdzić, że w niewystarczający sposób została pokazana zależność pomiędzy ryzykiem działalności przedsiębiorstwa a kosztem kapitału.

Przy opisie sposobów obliczania kosztu poszczególnych składników kapitału Autorka nie odwołuje się do własnej klasyfikacji rodzajów kapitału jaka została zamieszczona w rozdziale pierwszym. Ponadto na s. 68 Autorka formułuje fałszywą – moim zdaniem – tezę, że koszt kapitału jest zależny od sposobu jego wykorzystania a nie od źródła jego pochodzenia. Wydaje się, że Autorka miała raczej na myśli fakt, że kapitał pozyskany z określonego źródła powinien być tak wykorzystany, aby stopa zwrotu z kapitału przewyższała jego koszt (tzn. kapitał powinien być angażowany w przedsięwzięcia o dodatniej wartości zaktualizowanej netto – NPV).

Prezentując sposoby szacowania kosztu kapitału własnego Autorka nie wykorzystuje wszystkich modeli, które zostały zaprezentowane w rozdziale poprzednim. Sądzę, że przyczyna pominięcia przede wszystkim modelu APT powinna była zostać przynajmniej skomentowana.

Koncepcja Modiglianego-Millera została przez Autorkę zaprezentowana w sposób pełny i rzetelny. Być może dla lepszego zobrazowania przełomu, jaki został zapoczątkowany w teorii finansów przez Modiglianego i Millera, należałoby przedstawić koncepcje tzw. klasyczną, panującą w finansach do 1958 r. W dalszej części rozważań Autorka podjęła się niełatwego zadania usystematyzowania teorii struktury kapitału. Zapropionowany podział jest zasadny lecz w ramach charakterystyki obu kierunków Autorka nie uniknęła pewnych uchybień. Dotyczą one głównie jednego z kierunków rozwoju teorii struktury kapitału związanego z tzw. kosztami przedstawicielstwa (kosztami agencji – *agency approach*). Definicja kosztów przedstawicielstwa zaprezentowana w pracy jest zdecydowanie zbyt uproszczona i nie wyjaśnia ich genezy.

Koszty przedstawicielstwa powstają zawsze, gdy następuje rozdzielenie własności przedsiębiorstwa od zarządzania. Zarząd powinien działać w interesie właścicieli, w praktyce jednak inte-

res zarządu i interes właścicieli jest różny. Owocuje to podejmowaniem poprzez zarząd decyzji, które nie zwiększają wartości przedsiębiorstwa. Koszty przedstawicielstwa to właśnie różnica pomiędzy wartością przedsiębiorstwa zarządzanego przez wynajęte kierownictwo a wartością jaką miałyby to przedsiębiorstwo działając wyłącznie w interesie właścicieli. Koszty kontroli, które Autorka utożsamia z kosztami przedstawicielstwa wynikają z konieczności zapobiegania temu niekorzystnemu zjawisku. Ponadto nie można kosztów przedstawicielstwa zaliczyć do kosztów tzw. trudności finansowych. Zgodnie z koncepcją prezentowaną przez Autorkę na s. 125 koszty trudności finansowych stanowią przeciwwagę dla korzyści odsetkowej tarczy podatkowej i rosną wraz ze wzrostem zadłużenia. Tymczasem koszty przedstawicielstwa według zgodnej opinii autorów zajmujących się tą problematyką maleją wraz ze wzrostem zadłużenia. Przyczyną takiego stanu rzeczy jest przede wszystkim fakt, że rosnące zadłużenie przyczynia się do redukcji ilości wolnej gotówki pozostającej do dyspozycji zarządu oraz przyczynia się do zwiększonej kontroli nad działalnością przedsiębiorstwa. Pomimo powyższych uchybień praca naświetla – oczywiście w pewnym uproszczeniu – sposób rozwój teorii struktury kapitału w ostatnich latach.

Rozdział ostatni może być szczególnie interesujący dla menedżerów. W przystępny sposób bowiem pokazuje jak można w praktyce realizować postulat maksymalizowania wartości przedsiębiorstwa. Natomiast w sensie teoretycznym nie wnosi wiele nowego. Koncepcje MVA i EVA są bowiem sposobem na spopularyzowanie od wielu lat panującej w teorii finansów przedsiębiorstw tezy o konieczności traktowania wartości przedsiębiorstwa jako podstawowego kryterium podejmowania decyzji. MVA i EVA sprowadzają się do zalecenia realizowania przedsięwzięć o dodatniej NPV. Ponieważ jednak w rzeczywistości postulat ten jest właściwie rozumiany tylko przez bardzo skromny odsetek zarządzających przedsiębiorstwami, można uznać ten rozdział za bardzo pozytywny.

Fakt opublikowania książki Aleksandry Duliniec należy ocenić pozytywnie. Istnieje z pewnością duże zapotrzebowanie na tego typu pozycje i omawiana książka w pewnym stopniu wypełnia istniejącą lukę. Do mocnych stron publikacji można zaliczyć z pewnością logiczny układ pomagający śledzić tok rozumowania Autorki. Wiele zagadnień zostało przedstawionych w sposób rzetelny i możliwie pełny. Na uwagę zasługuje również przystępny sposób prezentowania tej dość złożonej tematyki. Z punktu widzenia odbiorców książki, którymi – jak założono – mają być zarówno studenci jak i menedżerowie, brakuje jednak większej ilości przykładów i sposobów praktycznego wykorzystania prezentowanych modeli. Ogólnie zatem należy stwierdzić, że książka Aleksandry Duliniec jest pozycją wartościową i może być użyteczna dla wielu grup odbiorców. Oczywiście niektóre zagadnienia nie są przedstawione w sposób w pełni satysfakcjonujący, lecz jest to trudny do uniknięcia koszt ponoszony przez autorów zajmujących się problematyką do tej pory w warunkach polskich słabo zbadaną.

Adam Skowroński

Francis Fukuyama, *Zaufanie. Kapitał społeczny a droga do dobrobytu*, PWN, Warszawa-Wrocław 1997, ss. 432.

Francis Fukuyama zyskał rozgłos jako autor książki *Koniec historii* stanowiącej swego rodzaju epitafium dla świata podzielonego na dwa obozy. Główna teza Fukuyamy sprowadzała się do stwierdzenia, że wraz z upadkiem muru berlińskiego skończył się czas wielkich sporów ideologicznych i wynikających z tego konsekwencji politycznych czy militarnych. Powszechna akceptacja zasad demokracji liberalnej powoduje, zdaniem Fukuyamy, iż dalsze zajmowanie się dysputami i problemami natury ideologicznej w zasadzie traci sens. Koniec czasu ideologii nie oznacza jednak równoczesnego rozwiązania innych problemów współczesnego świata, a zwłaszcza tych o charakterze ekonomicznym. Właśnie gospodarka i gospodarowanie są tym czym w szczególności należy się interesować. Z takiego właśnie przekonania wyrasta kolejna praca F. Fukuyamy: *Zaufanie. Kapitał społeczny a droga do dobrobytu* wydana przez PWN w tłumaczeniu Anny i Leszka Śliwy.