

Andrzej Rutkowski

Inwestycje przedsiębiorstw – funkcjonowanie rynku kapitałowego

A. Rutkowski – Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.

Rynek kapitałowy jest niezbędny dla prawidłowego funkcjonowania gospodarki i właściwego ukształtowania procesów rozwoju. Rozumiemy przez niego rynek, na którym dokonuje się obrót papierami wartościowymi średnio- i długoterminowymi. Za jego pośrednictwem dokonuje się przemieszczenia środków finansowych w długim lub co najmniej średnim okresie.

Rynek kapitałowy z samej swej istoty powiązany jest z procesem inwestycyjnym i zapewnia dopływ długoterminowych środków finansowych na finansowanie długoterminowych inwestycji.

W naszych warunkach gospodarczych istnieją jedynie początki rynku kapitałowego, który jest w znacznym stopniu reglamentowany, a przecież korzyści z funkcjonowania rynku kapitałowego byłyby olbrzymie.

Po pierwsze umożliwia on transfer środków finansowych z dziedzin, które mają je we względnym nadmiarze do dziedzin, w których środków finansowych brakuje. Warunkiem pozyskania dodatkowych środków pieniężnych z rynku kapitałowego jest wyższa rentowność zainwestowanego kapitału. Możliwość uzyskania dodatkowych środków finansowych zmniejszają się wraz ze wzrostem ryzyka nieosiągnięcia zaplanowanych w projekcie wielkości. Ryzyko to towarzyszy każdej działalności inwestycyjnej, dotyczy bowiem dłuższego okresu w przyszłości.

Po drugie na rynku kapitałowym dokonwana jest ekonomiczno-finansowa weryfikacja przedsięwzięć. Odrzucane są przedsięwzięcia o niskiej rentowności na rzecz tych, które charakteryzują się wyższą efektywnością. Istotnym elementem uwzględnianym przy weryfikacji jest czas. W zależności od analizowanego okresu, różna może być efektywność poszczególnych projektów. Okres rozpatrywany w analizach ulega skróceniu

w przypadku przedsięwzięć o większym stopniu ryzyka, wówczas preferowane są zamierzenia o krótszym okresie zwrotu.

W gospodarce wolnorynkowej (a do takiego modelu funkcjonowania zmierzamy) istnieje współzależność między spodziewanym zyskiem a poziomem ryzyka przedsięwzięć inwestycyjnych. Można to przedstawić na wykresie (rys. 1).

Potencjalny inwestor ma do wyboru wiele przedsięwzięć, które mieszczą się na prostej AB. Prosta AB przedstawia zależność między zyskiem a ryzykiem. Zależność ta może mieć charakter nieliniowy, spełniać musi jednak warunek wzrostu zysku wraz ze wzrostem ryzyka. Jeżeli warunek ten nie jest spełniony, projekt odrzucamy i nie rozpatrujemy w dalszych rozważaniach.

W praktyce obszar wyboru przedsięwzięć inwestycyjnych jest ograniczony. Wynika to z systemu preferencji inwestora, który akceptuje określony poziom zysku oraz poziom ryzyka.

Rynek kapitałowy narzuca pewne, niższej przedstawione ograniczenia.

■ Przedsięwzięcia, które możemy usytuować poniżej prostej AB nie są akceptowane przez potencjalnych dostawców kapitału. Rynek oferuje im odpowiednio korzystniejsze lokaty (prosta AB).

■ Inwestorzy nie angażują się w finansowanie projektów o rentowności niższej niż Z_{min} (zysk minimalny). Obszar wyboru musi znajdować się powyżej prostej Z_{min} -C.

■ Inwestorzy nie angażują się również w finansowanie przedsięwzięć o ryzyku większym niż R_{max} (ryzyko maksymalne). Dlatego też obszar wyboru musi znajdować się na lewo od prostej R_{max} -D.

Jeżeli projektowane przedsięwzięcie inwestycyjne mieści się we wspólnym polu ograniczonym prostymi: zysku minimalnego, ryzyka maksymalnego oraz prostą AB – projekt ma szansę na uzyskanie środków finansowych z rynku kapitałowego. Jeżeli przedsięwzięcie mieści się poza tym obszarem, należy rozważyć celowość jego realizacji i ewentualnie odrzucić lub też zastanowić się nad alternatywnymi źródłami finansowania spoza rynku kapitałowego.

Konieczność finansowej weryfikacji projektu inwestycyjnego wynika z tego, że niewłaściwa alokacja środków finansowych może naruszyć byt jednostki dostarczającej kapitał.

Dlatego też preferowane są przedsięwzięcia podejmowane przez jednostki o względnie dużym kapitale własnym i o niskim poziomie ryzyka. Kapitał ten stanowi zabezpieczenie i potencjalne źródło pokrycia strat i zobowiązań. Tak ukształtowany system preferencji zabezpiecza dawcę kapitału przed utratą jego w całości lub części.

Jest to jednocześnie poważna wada rynku kapitałowego jako miejsca realokacji zasobów kapitałowych. Różny jest bowiem dostęp poszczególnych podmiotów gospodarczych do środków kapitałowych. W zdecydowanie korzystniejszej sytuacji są organizacje duże, które swoim majątkiem gwarantują spłatę podjętych zobowiązań. Tak więc jednostka zasobna w kapitał może w wyniku operacji na rynku kapitałowym dysponować jeszcze większymi zasobami kapitałowymi, otrzymanymi na względnie korzystnych warunkach.

W zdecydowanie gorszej sytuacji są jednostki małe lub nowo powstałe. Ich pozycja jest niestabilizowana, w znacznej mierze zależna od zmiany warunków na rynku.

Możliwości własnego oddziaływania na rynek są ograniczone z uwagi na małe zasoby środków materialnych i finansowych. Działalność małej lub nowo powstałej firmy jest uzależniona od wahań:

- na rynku kapitałowym, gdyż tam pozyskuje niezbędne środki finansowe,
- na rynkach surowców i materiałów, potrzebnych do produkcji,
- na rynkach zbytu.

Z uwagi na duże ryzyko towarzyszące takiej działalności, firmy małe, a w jeszcze większym stopniu firmy nowo powstałe mają utrudniony dostęp do zasobów rynku kapitałowego i korzystają z niego jedynie w znikomym stopniu. W literaturze podkreśla się znaczenie nowo powstających firm dla procesów

rozwoju techniczno-ekonomicznego. Wynika to z następujących faktów.

■ Nowe technologie często nie pasują do stosowanych w przedsiębiorstwie, gdyż nie mieszczą się ani w jego profilu produkcyjnym lub technologicznym, ani w skali produkcji, naruszają też interesy grupowe w przedsiębiorstwie.

■ Zakładanie nowego przedsiębiorstwa przez twórców wynalazku pozwala uniknąć sformalizowania działań wdrożeniowych, co umożliwi skrócenie procesu uruchomienia produkcji.

■ Nowe rozwiązania techniczne wymagają głębokiej specjalistycznej wiedzy. Związek taki gwarantują wynalazcy, którzy są właścicielami lub współwłaścicielami specjalnie w tym celu powołanego przedsiębiorstwa.

Pomimo niewątpliwych zalet małych i nowo powstających przedsiębiorstw ich sytuacja jest bardzo trudna. Z kredytu korzystają na zdecydowanie gorszych warunkach. Kredyty te są z reguły krótkoterminowe i wyżej oprocentowane. W wielu przypadkach może to zachwiać płynność finansową przedsiębiorstwa. Dlatego też w większości tych organizacji korzyści z rynku kapitałowego są znikome.

W literaturze podkreśla się, że niewiele firm rozpoczyna swoją działalność od pożyczki bankowej. Małe firmy nie robią tego prawie nigdy. Opierają się na oszczędnościach osobistych, rodzinnych lub oszczędnościach przyjaciół.

Wracając do rozważań nad korzyściami rynku kapitałowego należy stwierdzić, że umożliwia on względnie szybką i taną realokację zasobów finansowych. Odbyna się to poprzez w miarę obiektywną ocenę rynkową przedsiębiorstwa.

Jednym z poważniejszych problemów, przed jakimi stoi przedsiębiorstwo w gospodarce rynkowej, jest utrzymanie płynności finansowej, czyli zapewnienie takich wpływów środków finansowych, aby przedsiębiorstwo mogło regulować terminowo swoje zobowiązania finansowe. Utrata płynności może mieć charakter przejściowy lub trwały. Przejściowe trudności rozwiązane nie dość skutecznie mogą zachwiać ciągłością funkcjonowania przedsiębiorstwa. Przejawiać to się może poprzez:

- konieczność zbycia części majątku przedsiębiorstwa,
- obniżenie notowań akcji przedsiębiorstwa,
- odpływ kapitału finansującego,
- konieczność zaciągnięcia kredytu na zdecydowanie gorszych warunkach.

Zjawiska te mogą wzajemnie się wzmocniać, co doprowadzić może do upadłości przedsiębiorstwa. Ten sposób oddziaływania rynku jest jednocześnie jego wadą i zaletą. Wymusza on ścisły związek między działalnością rozwojową i bieżącą. Działalność rozwojowa podporządkowana jest bieżącym możliwościom finansowym. Nawet najbardziej korzystne, rentowne projekty muszą zna-

leć oparcie w możliwościach finansowych organizacji gospodarczej. Jeżeli takiego oparcia brak (uwzględniając zewnętrzne zasilenie finansowe) – należy z przedsięwzięcia zrezygnować, gdyż może ono doprowadzić do upadłości zamiast do sukcesu.

W gospodarce rynkowej inwestor jest ostrożny. Wybiera przedsięwzięcia mniej rentowne, ale dające większe prawdopodobieństwo osiągnięcia zamierzonej nadwyżki.

Z „gry o kapitał” eliminowane są przedsięwzięcia ryzykowne, które mogłyby rewolucjonizować pewne segmenty rynku. Źródłem kapitału w takich przedsięwzięciach jest w zdecydowanej większości majątek własny założycieli firmy lub prywatnych osób powiązanych w sposób nieformalny z twórcami firmy.

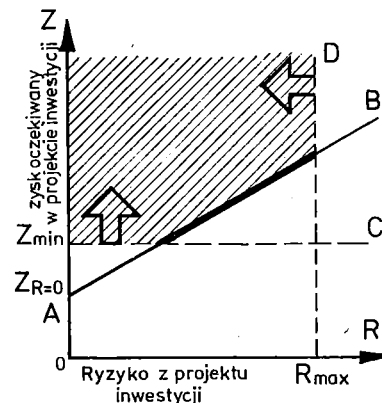
W gospodarce z dominującą własnością społeczną (państwową) inwestor jest nieostrożny, dla niego korzystna jest każda inwestycja. W krótszym lub dłuższym okresie inwestycja przynosi w końcu pewne rezultaty. Pojawiające się trudności finansowe podczas inwestowania kompensowane są przez państwo jako właściciela danych obiektów inwestycyjnych. Jednocześnie nie ma żadnej osobistej odpowiedzialności za błędną decyzję inwestycyjną.

W gospodarce rynkowej weryfikacja decyzji inwestycyjnej następuje w ciągu całego procesu inwestycyjnego. Od momentu prac projektowych, kiedy określane są w sposób wariantowy założenia techniczno-ekonomiczne, sposób realizacji i sposób finansowania przedsięwzięcia, poprzez cały okres budowy, w czasie którego musi być zapewniona zgodność między wpływami przedsiębiorstwa (wpływ ze sprzedaży, kredyty, pożyczki) a wydatkami na działalność bieżącą i inwestycyjną. Wymusza to racjonalną gospodarkę „swoimi” zasobami. Występuje tu sprzężenie zwrotne. Działalność bieżąca określa zasoby finansowe będące w dyspozycji. Im gospodarka ta jest bardziej efektywna, tym przedsiębiorstwo dysponuje większymi zasobami, co umożliwia inwestowanie.

Inwestowanie jest konieczne, aby utrzymać się na danym rynku i jednocześnie umożliwia unowocześnienie bazy materialnej przyszłej produkcji, co pozwoli poprawić efektywność gospodarowania.

Cały czas jednakże wymagana jest równowaga między tymi dwiema sferami tj. działalnością inwestycyjną i rozwojową. Równowaga ta przejawia się poprzez utrzymanie płynności finansowej przedsiębiorstwa.

Za pośrednictwem rynku kapitałowego dokonywany jest transfer środków pieniężnych do tych organizacji gospodarczych, które proponują odpowiednio atrakcyjne warunki lokaty. Środki te



Rys 1

Źródło: opracowanie własne na podstawie C.P Jones - Investments: Analysis and Management, J Wiley 1985 s.7,11

mogą pochodzić z wolnych nadwyżek finansowych organizacji gospodarczych, banków, korporacji finansowych, oszczędności ludności itd. Te dodatkowe środki finansowe pojawiać się mogą na rynku w wyniku ich wycofania z przedsiębiorstw nierentownych, które oferują znacznie gorsze warunki.

Na rynku kapitałowym poprzez ocenę wartości akcji danego przedsiębiorstwa dokonywana jest syntetyczna ocena wartości przedsiębiorstwa. Ta syntetyczna ocena zawiera w sobie ocenę wewnętrznej gospodarności, ekonomiczności procesów, perspektywy rozwoju danego rynku, na którym działa przedsiębiorstwo, oraz procesy rozwojowe i działania dostosowawcze danej organizacji gospodarczej. Jak z tego wynika

na rynku kapitałowym dochodzi do względnie szybkiej eliminacji przedsiębiorstw, które są nierentowne, których działalność nie spełnia wymagań rynku zarówno w chwili obecnej, jak i w przyszłości.

Wolne środki finansowe, które trafiają na rynek, lokowane są w przedsiębiorstwach efektywniejszych, o lepszych perspektywach rozwojowych. Nie rozstrzygniętą praktycznie kwestią jest problem czasu największej aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstwa, a co za tym się kryje – popytu na kapitał finansowy. Możliwe są tutaj dwa stanowiska.

Według pierwszego przedsiębiorstwo przejawia największą aktywność inwestycyjną w okresie sukcesu rynkowego jego wyrobów. Ma wówczas największe wpływy, ocena finansowa u potencjalnych dawców pożyczek kredytów jest wysoka.

Według drugiego stanowiska większość inwestycji, które mają znaczenie dla nowoczesności produktu, dokonywanych jest w czasie największych trudności ze zbytem produkcji. W praktyce czas inwestowania uzależniony jest od specyfiki branży, w której działa przedsiębiorstwo, siły konkurencji, wielkości przedsiębiorstwa, prognoz rozwoju danego rynku.



Mieczysław Szypliński

Samorząd pracowniczy – partycypacja

Dr M. Szypliński – Zakład Organizacji i Zarządzania Wydziału Nauk Ekonomicznych UMK w Toruniu.

Przedmiotem rozważań zawartych w niniejszym artykule jest samorząd pracowniczy w przedsiębiorstwie, a konkretnie próba udzielenia odpowiedzi na pytanie, czy rozwiązania prawno-sytemowe obowiązujące w Polsce w tym zakresie są adekwatne do potrzeb gospodarki rynkowej i dalszych trendów jej rozwoju.

Odpowiedź na tak postawione pytanie zależy od tego, jaki model gospodarki rynkowej ukształtuje się w przyszłości. Dziś dyskutuje się w Polsce nad następującymi modelami:

■ **gospodarki wysoko rozwiniętych krajów zachodnich**, czyli nad tak zwanym modelem sprawdzonym z interesującego nas punktu widzenia, w sferze wytwarzania decydują tam właściciele kapitałów, a nie pracownicy;

■ **modelem samorządowym** postulowanym przez „Solidarność” w latach 1980-1981, którego istota sprowadza się do tego, że władzę gospodarczą (ale i polityczną) sprawują demokratycznie

wyberani przedstawiciele załóg, którzy zarządzają przedsiębiorstwem;

■ **planowania centralnego**, czyli nad modelem gospodarki centralnie sterowanej, znanym w Polsce i we wszystkich krajach Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie pracownicy stają się bezwolni, ponieważ wszystkie decyzje podejmuje centralny planista (1).

Mimo zmiany Konstytucji z 29 grudnia 1989 r., w wyniku której Polska przekształciła się formalnie z państwa socjalistycznego w demokratyczne państwo prawne, w literaturze, zwłaszcza prawniczej, wyraża się wątpliwości, czy kraj nasz staje się państwem kapitalistycznym. W związku z trwającą ewolucją ustrojową i ścieraniem się różnych poglądów, jak twierdzi W. Sokolewicz, nie ma tu jasności (2). Niezależnie od tych wątpliwości wydaje się, że

zmierzamy w kierunku modelu gospodarki sprawdzonej. Dowodem tego jest przede wszystkim przyjęcie prywatyzacji jako sposobu uzdrowienia polskiej gospodarki.

W tym miejscu pojawia się problem,

czy w sprywatyzowanych przedsiębiorstwach mogą funkcjonować samorzady pracownicze i ewentualnie na jakich zasadach. Możliwość jego rozwiązania zależy od tego, z jakiego punktu widzenia na sprawę spojrzeć.

Z punktu widzenia obowiązującego prawa w stosunku do sprywatyzowanych przedsiębiorstw, które przyjmują postać spółek, będą miały zastosowanie przepisy Kodeksu Handlowego z 1934 r. (3), które nie przewidują możliwości decydowania o kapitale przez samorzady pracownicze. W związku z tym

samorząd w sprywatyzowanych przedsiębiorstwach będzie wylimowany z mocy prawa.

Natomiast z punktu widzenia społeczno-ekonomicznego problem ten jest bardziej złożony, ponieważ samorząd pracowniczy należy inaczej widzieć w pierwszej fazie przekształceń, a więc w momencie podejmowania konkretnych decyzji w zakresie przekształceń własnościowych, a inaczej po wprowadzeniu w życie tych decyzji.

INWESTYCJE PRZEDSIĘBIORSTW

Jako kolejną zaletę rynku kapitałowego można wskazać możliwość uczestniczenia większej grupy obywateli w procesie gospodarowania.

Poprzez zakup akcji może nastąpić uwłaszczenie większych grup ludności, zaktywizowanie gospodarcze ludzi, wykształcenie postaw przedsiębiorczych.

Aby rynek kapitałowy właściwie funkcjonował i aby ograniczyć jego negatywne cechy powinny być stworzone pewne warunki:

- 1) rynek kapitałowy nie może być zmonopolizowany; rynek bez konkurencji odznacza się samymi negatywnymi cechami, nie ma cech pozytywnych wynikających z faktu ubiegania się o potencjalnego klienta;
- 2) powinny istnieć pewne instytucje, które umożliwiają właściwe kontaktowanie się uczestników rynku, np. giełdy;
- 3) uczestnicy rynku powinni być osobiście zainteresowani powodzeniem prowadzonych przez nich firm, a zainteresowanie to powinno dotyczyć nie tylko działalności bieżącej, ale również perspektyw rozwojowych.

Osobami najbardziej zainteresowanymi byłyby osoby zaangażowane majątkowo w działalność firmy. Sukces lub niepowodzenie powinny w znaczący sposób wpływać na sytuację majątkową, możliwości dalszego zatrudnienia kierujących przedsiębiorstwem.

Aby ograniczyć negatywne konsekwencje działania rynku kapitałowego, należy stworzyć alternatywne źródła finansowania przedsięwzięć o wysokim ryzyku finansowym i o spodziewanych wysokich efektach. W krajach o gospodarce rynkowej istnieją wyspecjalizowane agencje udzielające wsparcia finansowego nowo powstałym przedsiębiorstwom, które wdrażają nowatorskie rozwiązania technologiczne, konstrukcyjne. Pomoc ta ma charakter zwrotny, przeznaczona jest na ukończenie konkretnego projektu, którego realizacja jest zaawansowana.

Rynek kapitałowy ma fundamentalne znaczenie dla sprawności funkcjonowania gospodarki.

Należy zdawać sobie sprawę z tego, że nie rozwiąże on wszelkich problemów wynikających z potrzeby racjonalnej alo-

kacji kapitału. Dodatkowo powinien być wspomagany przez podmioty gospodarcze i instytucje.

Andrzej Rutkowski

1. G.W.GALLINGER, P.B.HEALEY: *Liquidity Analysis and Management*, Addison Wesley, Reading 1987.

2. J.GILDER: *Bogactwo i ubóstwo*, Oficyna Liberalów Warszawa 1989.

3. C.P.JONES: *Investments, Analysis and Management*, J. Wiley & Sons New York 1985.

4. J.KORNAL: *Niedobory w gospodarce*, PWE Warszawa 1985.

5. J.MACIEJA: *Źródła finansowania nowo powstających przedsiębiorstw w USA*, w: *Studia i materiały INE Warszawa 1988*.

6. J.C.T.MAO: *Corporate Financial Decisions*, Pavan Publ., Palo Alto 1976.

7. A.PŁOCICA: *Zarys systemu i polityki inwestycyjnej*, Warszawa 1984, s. 14.

8. Reuters Glossary: *International Economic & Financial Terms* Longman 1989.

9. L.D.SCHALL, C.W.HALEY: *Introduction to Financial Management*, McGraw Hill Book Company New York 1980.

10. E.SOLOMON, J.J.PRINGLE: *An Introduction to Financial Management* Goodyear Publ. Company Inc., Santa Monica 1977.

11. J.F.WESTON, T.E.COPELAND: *Managerial Finance*, Cassel London 1988.