

Ogólnopolska konferencja naukowa nt. „Restrukturyzacja w procesie przekształceń i rozwoju przedsiębiorstw”, która odbyła się w dniach 22–24 listopada 1996 roku w Krakowie, była prezentacją dorobku naukowo-badawczego większości ośrodków akademickich i doświadczeń współpracujących z nimi przedsiębiorstw. Organizatorem konferencji była Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw Akademii Ekonomicznej w Krakowie oraz Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa, Oddział w Krakowie. Radzie Programowej przewodniczył i redaktorem naukowym konferencji był prof. dr hab. Ryszard Borowiecki.

Z ogólnej problematyki konferencji wyodrębniono pięć grup problemowych, a mianowicie:

- teoretyczno-metodyczne aspekty badania procesów restrukturyzacji przedsiębiorstw,
- uwarunkowania restrukturyzacji i rozwoju rodzimych przedsiębiorstw,
- przekształcenia w gospodarce a zmiany w zarządzaniu przedsiębiorstwami,
- koncepcja i ocena procesów restrukturyzacji polskich przedsiębiorstw,
- procesy przekształceń i rozwoju w gospodarkach krajów postsocjalistycznych.

Prezentacja treści referatów w kolejnych grupach problemowych oraz dyskusja odbywały się w sesjach, którym przewodniczyli profesorowie: B. Haus, S. Sudół, J. Rokita i R. Gajęcki. Główne tezy referatów w poszczególnych blokach tematycznych zaprezentowali moderatorzy, profesorowie: J. Duraj, S. Chomański, M. Moszkowicz, A. Peszko.

W dyskusji udział wzięli naukowcy i przedstawiciele praktyki gospodarczej, m. in.: M. Białasiewicz, M. Bratnicki, D. Chmielewska-Muciek, J. Duraj, J. Gajdka, R. Gajęcki, B. Haus, E. Mączyńska, Z. Pierścionek, B. Olszewska, J. Rokita, Z. Sapliaszka, J. Sękiewicz, M. Sierpińska, A. Sikorski, E. Skrzypek, M. Stankiewicz, J. Sułowska, O. Stós, J. Strużyna, S. Sudół, B. Szepska, H. Towarnicka, W. Werner.

W konferencji wzięło udział ponad 120 osób; 70 referatów opublikowano w specjalnie przygotowanych w formie książkowej materiałach konferencyjnych liczących ponad 600 stron, zatytułowanych „Restrukturyzacja w procesie przekształceń i rozwoju przedsiębiorstw” (opracowanie i redakcja naukowa prof. dr hab. Ryszarda Borowieckiego).

Jadwiga Adamczyk

Jan Duraj

Teoretyczno-metodyczne aspekty badania procesów restrukturyzacji przedsiębiorstw

Problemy teoretyczno-metodycznych aspektów badania procesów restrukturyzacji przedsiębiorstw stanowią obszerną i wielowymiarową płaszczyznę dociekań naukowych oraz analiz i działań praktycznych. Wszystkie one tworzą podstawę do formułowania zasadniczych twierdzeń, zasad i ocen wraz z instrumentalno-sytuacyjnymi uwarunkowaniami sprawnego i efektywnego przebiegu procesu restrukturyzacji przedsiębiorstw.

Twierdzenia te, opierając się na zasadzie racjonalnego gospodarowania, otwierają cały proces restrukturyzacji przedsiębiorstw. Proces ten może przyjąć formę określonego ewolucyjnego lub rewo-

lucyjnego przekształcenia struktury działania przedsiębiorstw. W każdym przypadku mamy do czynienia z zasadniczymi przemianami nie tylko sfery zarządzania i realnych działań przedsiębiorstwa, lecz także ze zmianami metodologii formułowania i oceny procesów restrukturyzacji.

Restrukturyzacja przedsiębiorstw widziana jest jako kompleksowe i całościowe przekształcenia działalności firm w sferze materialnej i niematerialnej ich działalności operacyjnej i strategicznej.

Zasadniczym punktem odniesienia do analizy merytoryczno-metodologicznej procesów restrukturyzacji przedsiębiorstw uznać można cele i paradyg-

maty działalności przedsiębiorstw, które traktowane są jako najważniejsze kategorie i instrumenty zarządzania oraz zbiory zasad, wspólnych przekonań, podejść i metod badawczych formułowanych i wykorzystywanych do realizacji tych procesów.

Twierdzenie, iż celem przedsiębiorstwa w gospodarce rynkowej jest rozwój, wydaje się bardzo dobrym punktem odniesienia do wyeksponowania nie tylko tej złożonej, interdyscyplinarnej i zarazem jakościowej kategorii, lecz także do wydobycia warunków jego efektywnej realizacji. Z uwagi jednak na funkcje i charakter celu ostatecznego i tym samym na generalne i operacyjne kryteria i zasady efektywnego zarządzania przedsiębiorstwem, problem ten zasługuje na jego rozwinięcie w dwu zdaniach. Pierwsze z nich orzeka o konieczności interakcyjnego wiązania ze sobą dwóch zasadniczych sił sprawczych efektywnej restrukturyzacji przedsiębiorstw, drugie zaś o traktowaniu i wykorzystywaniu w zarządzaniu kryteriów ocen działania przedsiębiorstwa jako zasadniczych warunków osiągnięcia celu ostatecznego przedsiębiorstwa.

Za podstawowe siły sprawcze efektywnej restrukturyzacji przedsiębiorstwa uznać należy zysk długookresowy i rozwój firmy. Kategorie te są ze sobą wzajemnie powiązane i uzależnione. Powinny one być traktowane jako cel ostateczny nie tylko restrukturyzowanego przedsiębiorstwa. Interakcjonizm tych kategorii sprowadza się do wyeksponowania zysku długookresowego jako warunku koniecznego do rozwoju przedsiębiorstwa oraz traktowania rozwoju przedsiębiorstwa jako warunku nieodzownego do otrzymywania zysku przez przedsiębiorstwo.

Podane stwierdzenia o ważności celu ostatecznego przedsiębiorstwa, generalnych kryteriów jego oceny wzmocniają rozważania dotyczące analizy i diagnostyki ekonomicznej, którą traktuję nie tylko jako system metod ocen działalności przedsiębiorstwa, lecz także jako zasadniczy instrument zarządzania przedsiębiorstwem i zarazem proces koordynacji, synchronizacji i integracji działań.

Wyniki te w wymiarze analizy strategicznej stwarzają podstawę weryfikacji racjonalności decyzji podjętych w przeszłości, umożliwiają poznanie słabych i mocnych stron przedsiębiorstwa oraz określenie jego szans i zagrożeń.

System zarządzania przedsiębiorstwem w gospodarce rynkowej powinien w jak najszerszym zakresie wykorzystywać różnorodne narzędzia pozwalające zarówno na właściwy pomiar wyników ich działalności, jak i na wnikliwą ocenę prawidłowości metod, za pomocą których zostały osiągnięte dane efekty produkcyjno-usługowe. Skomplikowanie i różnorodny charakter wewnętrznych i zewnętrznych procesów gospodarczych przedsiębiorstw sprawiają, iż – niezależnie od konieczności utrzymania kompleksowego charakteru analizy – celowe wydaje się wydzielenie w obrębie szeroko pojętej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa trzech zasadniczych obszarów, a mianowicie: anali-

zy finansowej, analizy zewnętrznej, analizy techniczno-ekonomicznej. Wymienione działy – obszary analizy są ze sobą ściśle powiązane i przenikają się wzajemnie. Właśnie owo przenikanie się funkcji przedsiębiorstwa i ich silne i bezpośrednie związki nakazują spojrzeć na analizę również według pełniejszego zestawu rodzajów analizy funkcyjnej, w którym obok analizy finansowej wymienić należy analizę marketingową, kadrową, produkcyjną itp.

Analiza funkcjonalna, określając wkład każdego podmiotu, każdej funkcji i procesu w realizację celów restrukturyzowanego przedsiębiorstwa, zdolna jest wykazać funkcjonalność i dysfunkcjonalność ocenianych obszarów, procesów i podmiotów działania przedsiębiorstwa. Efektywność procesów restrukturyzacji przedsiębiorstw wymaga wyeksponowania roli i znaczenia imperatywu funkcjonalnego w analizie funkcjonalnej. Według niego obiekty struktury mają spełniać określone potrzeby przedsiębiorstwa do momentu, w którym będą one do tego stopnia zaspokojone, iż zapewni to restrukturyzowanemu przedsiębiorstwu przetrwanie, a następnie zysk i rozwój.

Podejście takie wskazuje, że nie można poszczególnych działów analizy ekonomicznej i tym samym określonych obszarów działania przedsiębiorstwa oceniać w sposób izolowany, bez uwzględnienia poziomych i pionowych związków i zależności zachodzących w obrębie działania przedsiębiorstwa oraz pomiędzy przedsiębiorstwem i jego zewnętrznym otoczeniem. Uzyskane wyniki nie miałyby bowiem pożądanej użyteczności przy podejmowaniu decyzji zarządczych.

Traktowanie przedsiębiorstwa jako systemu otwartego wymusza prowadzenie kompleksowej analizy nie tylko związków i zależności zachodzących wewnątrz przedsiębiorstwa, ale również relacji zachodzących pomiędzy przedsiębiorstwem a otoczeniem.

Analiza tych relacji jest równoznaczna z eksponowaniem diagnozy i analizy strategicznej jako zasadniczych instrumentów restrukturyzacji przedsiębiorstwa. Przeprowadzane za ich pomocą stałe monitorowanie i prognozowanie zmian otoczenia powinno mieć charakter kompleksowy. Postulat ten wskazuje na nieunikniony wzrost zapotrzebowania przedsiębiorstw na komputerowe systemy uporządkowanej i aktualnej informacji.

Bezdyskusyjna znacząca rola i wysoka przydatność systemu informacyjnego stosowanego w budowie strategii w monitorowaniu jej efektów wskazuje na konieczność stosowania określonych systemów, bazujących na najbardziej wiarygodnych danych pochodzących z oficjalnej statystyki. Jeden z takich systemów znalazł zastosowanie w wielu bankach polskich i stał się ważnym komponentem kompleksowego systemu „Monitoring Przemysłu” w Ministerstwie Przemysłu i Handlu. W systemie tym standing finansowy i wyniki ekonomiczne przedsiębiorstw charakteryzowane są za pomocą zestawu wskaźników pogrupowanych według odpowiednich

obszarów analizy ekonomicznej. Wskaźniki te pozwalają ustalić różnicowanie przedsiębiorstw pod określonym względem oraz znaleźć pozycję firmy w jej otoczeniu sektorowym.

Dynamiczne i stałe zmiany sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstwa kreują zapotrzebowanie na coraz bardziej zaawansowane techniki analityczne na potrzeby przygotowania, oceny i monitorowania projektów inwestycyjnych. Zapotrzebowanie to wypełnia m.in. System COMFAR III Expert. Jest nową generacją oprogramowania komputerowego opracowaną przez Organizację Narodów Zjednoczonych do Spraw Rozwoju Przemysłowego.

System ten jest kompleksowym i elastycznym narzędziem analizy projektów inwestycyjnych o wielu zastosowaniach i jest szczególnie przydatny w analizach wrażliwości i budowie licznych scenariuszy, tak niezbędnych w przeprowadzaniu kompleksowej i strategicznej analizy przedsiębiorstwa.

Innym narzędziem analitycznym, znajdującym poważne zastosowanie w procesach restrukturyzacji przedsiębiorstwa – obok szeregu metod portfelowych – jest macierz doskonalenia przedsiębiorstwa oraz *benchmarking*. Macierz doskonalenia przedsiębiorstwa pozwala ocenić pozycję przedsiębiorstwa przez pryzmat różnorodnych aspektów jego działalności. Ze względu na korzystanie z wielu kryteriów oceny, metodę tę można stosować z powodzeniem do określenia ogólnego poziomu zmian w doskonaleniu zarządzania przedsiębiorstwem. Oferuje ona możliwości przeprowadzenia auditu wewnętrznego przedsiębiorstwa.

Benchmarking jest ciągłym i systematycznym procesem, konfrontowania własnej efektywności – mierzonej produktywnością, jakością i doświadczeniem – z wynikami najlepszych w obrębie organizacji przedsiębiorstw, zakładów, pracowników, na przykład między filiami, oddziałami, grupami sprzedawców itp. Proces ten obejmuje także porównywanie rezultatów restrukturyzowanego przedsiębiorstwa z przedsiębiorstwami najlepszymi w danym sektorze konkurencji. Jest to zatem uniwersalny instrument i metoda zarządzania całokształtem działalności przedsiębiorstwa, który po rozpoznaniu rzeczywistego stanu odchylenia poszczególnych sfer od najlepszych rezultatów powinien określić m.in. warunki i efekty zmniejszenia lub likwidacji owego odchylenia od pewnych najlepszych osiągnięć zanotowanych w najlepszych jednostkach.

Do niezwykle pożytecznych i zarazem koniecznych metod oceny procesów restrukturyzacji zaliczyć należy metody matematyczne, a w szczególności: analizę regresji wielorakiej, opartej na obliczaniu współczynników korelacji i analizę czynnikową wariancji. Analiza ta ma szerokie i różnorodne zastosowanie. Zastosowania metod matematycznych w zarządzaniu przedsiębiorstwem mogą opierać się na ocenie zaawansowania procesu restrukturyzacji spółki w postaci poprawy osiąganych przez nią wyników ekonomicznych. Poza wynikami bilansowymi z rocznych sprawozdań finansowych

brana jest pod uwagę analiza płynności płatniczej, zadłużenia i rotacji majątku. Przedstawione wielkości, stanowią z matematycznego punktu widzenia zbiór zmiennych zależnych.

Efektywność procesów restrukturyzacji przedsiębiorstw determinuje wybór zasad kapitalizacji i dyskontowania dochodów, które są bezpośrednio związane ze stopą oprocentowania długoletnich lokat bankowych lub stopą inflacji i stopą oprocentowania kredytów bankowych.

Do najważniejszych modeli dyskontowania dochodów zaliczyć można model jednostajny, jednostajnie zmienny i fazowo zmienny. Każdy model opiera się na formułach matematycznych umożliwiających określenie wartości dochodów do poziomu wartości pieniężnej na jeden ustalony moment czasu. Wszystkie te modele wymagają poznania i odpowiedniego zastosowania szczegółowych zasad i formuł matematycznych prognozowania wartości rynkowej nieruchomości lub przedsiębiorstwa. Znamienne jest to, iż modele te nawiązują także do restrukturyzacji kapitałowej przedsiębiorstwa.

Dyskontowanie dochodów według modelu jednostajnego odbywa się przy stałej stopie kapitalizacji i stałej stopie dyskonta ustalonych na poziomie roku zerowego funkcjonowania inwestycji. Prognoza zaś wartości rynkowej przedsiębiorstwa lub nieruchomości oparta jest na obliczeniu wartości zaktualizowanej planowanych dochodów netto z uwzględnieniem realnej kapitalizacji dochodów netto. W modelu jednostajnie zmiennym dyskontowanie dochodów ma miejsce w jednej fazie przy jednostajnie malejących stopach kapitalizacji i dyskonta z poziomu roku zerowego realizacji inwestycji. W modelu tym prognoza wartości rynkowej przedsiębiorstwa lub nieruchomości opiera się na określeniu planowanego dochodu netto z uwzględnieniem również określonego dla tej sytuacji współczynnika realnej kapitalizacji dochodów netto. Model fazowo zmienny jest stosowany do wyceny nieruchomości lub przedsiębiorstwa wtedy, gdy funkcjonowanie inwestycji będzie planowane w fazach, dla których będą przyjmowane różne wartości parametrów ekonomicznych.

W wycenie nieruchomości metodami dochodowymi istnieje pewien określony zakres samej procedury i wynikający z niej określony zasób informacji oraz niezbędnych materiałów do wyceny nieruchomości. Rynek nieruchomości posiada pewne specyficzne cechy, jak na przykład niehomogeniczność czy zawieranie transakcji dotyczących zarówno prawa własności nieruchomości, jak i prawa do czasowego wykorzystywania nieruchomości. Nieruchomości cechuje też relatywnie wysoka różnorodność podaży oraz niepowtarzalność przedmiotów transakcji. Różnorodność ta występuje zarówno po stronie podaży, jak i popytu.

Cechą charakterystyczną rynku nieruchomości jest także jego długookresowe nie zrównoważenie. Wynika ono głównie z faktu, iż popyt na nieruchomości cechuje w zasadzie długookresowa tendencja

wzrostowa, natomiast w krótkich okresach popyt ten jest dość elastyczny i czuły na zmiany cen nieruchomości. Podaż natomiast w krótkim okresie jest prawie sztywna, w dłuższym okresie określić ją można jako mało elastyczną. Rynek nieruchomości cechuje również określona podatność na działania i zachowania spekulacyjne, a ponadto rynek ten wymaga w określonym zakresie interwencji państwa.

Istnienie wielowariantowości w określaniu dochodów i istnienie różnorodności powiązania tych dochodów z wartością spowodowało powstanie i opracowanie wielu metod dochodowych, które klasyfikuje i stosuje się w różnych układach przekrojowych. Dlatego też niezmiernie przydatne jest posługiwanie się wypracowanymi z uwzględnieniem specyfiki wyceny nieruchomości i odpowiednim doбором stosowanych narzędzi, analiz, procedur oraz zakresu, jakości i ilości niezbędnych danych i informacji wykorzystywanych w wycenie.

Różnorodne okoliczności prowadzenia wycen, które utożsamiane są z jej celami i przesłankami wyceny, można związać m.in. z przenoszeniem praw własności, ze zmianami form organizacyjnych przedsiębiorstw, z kwantyfikacją podatków i innych opłat.

Przesłanki wyceny ściśle wiążą się z procesami prywatyzacji i restrukturyzacji przedsiębiorstw. Składnikiem procedury zarówno prywatyzacji kapitałowej, jak i likwidacyjnej jest bowiem wycena prywatyzowanego przedsiębiorstwa. W pierwszym przypadku pozwala ona na ustalenie wartości nominalnej oraz ceny emisyjnej (lub minimalnej ceny ofertowej) udostępnianych prywatnym nabywcom akcji (udziałów) pozostających dotychczas własnością Skarbu Państwa. W przypadku zaś prywatyzacji likwidacyjnej wycena staje się narzędziem umożliwiającym ustalenie wartości zbywanego mienia Skarbu Państwa, bądź też majątku oddawanego w leasing lub dzierżawę.

Funkcjonalne podejście do procesu wyceny, wskazujące na jej funkcje doradcze, negocjacyjne, mediacyjne i informacyjne, uwzględnia zatem fakt, że może ona służyć różnym celom i zaspokajać oczekiwania różnych osób. Pozwala ona jednocześnie zbiektywizować ten proces oraz być pomocna w uzyskaniu końcowych efektów satysfakcjonujących analityka.

Zmiana roli i znaczenia wyceny przedsiębiorstw doprowadziła do znaczącego rozwoju ustawodawstwa odnoszącego się do wyceny przedsiębiorstw i ich majątku. W obrębie aktów prawnych przyjmujących zarówno postać ustaw, jak i rozporządzeń i zarządzeń o charakterze wykonawczym, zagadnienia wyceny przedsiębiorstw i ich składników majątkowych zostały uregulowane za pośrednictwem przepisów o zróżnicowanym stopniu ścisłości, które równocześnie odnoszą się do różnych okoliczności towarzyszących prowadzonej wycenie.

Z problemami restrukturyzacji przedsiębiorstw powiązane jest zjawisko bankructwa firm. Upadek przedsiębiorstwa nie może być uznany tylko jako

pozytywny lub negatywny. W celu ograniczenia negatywnych aspektów upadku przedsiębiorstw wykorzystywane mogą być indeksy „Z – score”. Indeksy te pozwalają przewidzieć upadek przedsiębiorstwa. Informacje takie są bardzo istotne i ważne dla inwestorów, banków, właścicieli itp. Ważność tej problematyki jest dostrzegana nie tylko w obcojęzycznej literaturze przedmiotu, lecz także doceniana w polskim dorobku wielu ośrodków naukowych. Wszystkie te prace zmierzają do znalezienia takiego modelu, dzięki któremu możliwe jest oszacowanie zmiennej Z stanowiącej syntetyczny miernik prawdopodobieństwa bankructwa oraz oceny kondycji finansowej przedsiębiorstw. Oparcie modelu analizy dyskryminacji na takich kryteriach i wskaźnikach jak: – efektywność aktywów, rotacja zobowiązań w dniach, stopa zwrotu z aktywów, stopa zysku brutto, stopa zadłużenia – pozwala ustalić firmy o różnym stopniu zagrożenia upadkiem. I choć takie badania niejednokrotnie potwierdzają swoją przydatność w zarządzaniu przedsiębiorstwem, to jednak skuteczność omawianego rodzaju narzędzia analitycznego ciągle jest dyskusyjna. Niemniej dotychczasowe rezultaty prac nad modelem analizy dyskryminacyjnej stwarzają realne szanse, iż w ich rezultacie stworzone zostanie narzędzie w pełni użyteczne przy syntetycznej ocenie stanu przedsiębiorstwa i banku.

Problemy upadłości przedsiębiorstw i banków wymagają kompleksowej analizy czynników, przyczyn i warunków ich bankructwa. Taka analiza wykracza poza ekonomiczne i ekonometryczne instrumentarium obejmujące swym zakresem ocenę kadry menedżerskiej banków i przedsiębiorstw pod kątem przestrzegania regulacji ustawowych, umiejętności profesjonalnych, doświadczenia oraz motywacji.

Koncepcje badań nad bankructwem przedsiębiorstw oparte na modelach E. J. Altmana, W. H. Beaver, H. Kohai, L. Killougha, S. Letza należy wykorzystać do opracowania systemu wczesnego ostrzegania. Waga i znaczenie systemu wczesnego ostrzegania wynika zarówno z jego atrakcyjności merytoryczno-metodycznej, jak i praktycznej przydatności. Kwestia ta jest bardzo ważna dla rozwoju nowych instytucji finansowych. Jednym z takich instytucji jest Bankowy Fundusz Gwarancyjny. Jego podstawowymi celami są: ochrona wkładów pieniężnych na rachunkach bankowych osób fizycznych, udzielanie pomocy finansowej bankom, które utraciły wypłacalność lub są zagrożone jej utratą oraz analiza sektora bankowego przez system monitorowania banków objętych gwarancjami.

Społeczny wymiar restrukturyzacji przedsiębiorstw wskazuje i na to, że nikt i nic nie zdejmie z szefa firmy odpowiedzialności za stworzenie wizji i zapewnienie warunków rozwoju strategicznego przedsiębiorstwa. Największe szanse powodzenia ma podejście, które można by nazwać „zespołowym-dynamicznym”. Odmienna jest zatem rola poszczególnych uczestników procesu. Kluczowa w tym pro-

cesie rola dyrektora sprowadza się do budowy i przywództwa zespołu – jego motywowania, kontroli kierunku i postępu prac oraz zdobywania poparcia.

W restrukturyzowanych przedsiębiorstwach z reguły brakuje nowoczesnego systemu informowania kierownictwa – SIK – dla celów kontroli, planowania i zarządzania. System SIK jest ważnym narzędziem kierowania przedsiębiorstwem. Powinien być zaprojektowany wspólnie z zespołami zadaniowymi w ten sposób, aby umożliwiał kierownictwu odpowiadanie na zmiany otoczenia zewnętrznego i wewnętrznego.

Uznając restrukturyzację za podstawowy instrument realizacji zasadniczych celów przedsiębiorstwa wskazać można, iż jest ona jednocześnie najważniejszą strategią z uwagi na poważne i pełne zaangażowanie kluczowych zasobów i czynników sukcesu, ich koordynację w czasie i przestrzeni oraz integrację. Zorganizowanie i zaangażowanie tych zasobów i czynników ma na ogół charakter długookresowy i wiąże się z dużym ryzykiem i niepewnością. Koszt kapitału jest zasadniczą podstawą porównania wszystkich strumieni przepływów pieniężnych, atrakcyjności finansowej źródeł zasilania przedsiębiorstwa, projektów inwestycyjnych itp. Nie oznacza to jednak, że koszt kapitału pełni jedyną i zarazem wiodącą rolę w zarządzaniu firmą. Rolę tę przypisać należy kategorii wartości rynkowej przedsiębiorstwa, która integruje m.in. podejście dochodowe i kosztowe niezbędne do oceny procesów restrukturyzacji przedsiębiorstw i banków. Wymagana stopa zwrotu z kapitału może być kształtowana na podstawie tradycyjnego podejścia, polegającego na stosowaniu jednolitej stopy przeciętnego ważonego kosztu kapitału dla wszystkich projektów inwestycyjnych oraz na podstawie nowoczesnych podejść, eksponujących zróżnicowane stopy średniego ważonego kosztu kapitału dla różnych poziomów ryzyka oraz wykorzystujących model wyceny aktywów i pasywów przedsiębiorstwa.

Jednym z podstawowych warunków efektywnej restrukturyzacji przedsiębiorstw i banków jest weryfikacja empiryczna teorii struktury kapitału. Teoria ta, będąc stosunkowo najmłodszym osiągnięciem badań nad koncepcjami zarządzania finansami przedsiębiorstw i banków, nie została jeszcze w pełni poddana empirycznej weryfikacji. Jej bogactwo, wielowymiarowość i wielokierunkowość związków i zależności zachodzących pomiędzy zasadniczymi zmiennymi określającymi poziom i strukturę kapitału wymaga sklasyfikowania tej teorii. Próba takiej klasyfikacji zmierza do jej uporządkowania i tym samym do przygotowania pełniejszych warunków jej empirycznej weryfikacji.

Teorie struktury kapitału próbują znaleźć odpowiedź na pytanie, czy firma może zwiększyć swoją wartość rynkową obniżając średnioważony koszt kapitału poprzez różnicowanie jego struktury. Istnieje kilka sposobów klasyfikacji teorii struktury:

- teorie rynku statycznego, doskonałego, które

opierają się na założeniu, że sprzedaż i kupno papierów wartościowych na rynku nie są związane z ponoszeniem kosztów,

- teorie transakcji obciążonych kosztami, które uwzględniają zróżnicowany wpływ na strukturę kapitału transakcji rynkowych, obciążonych kosztami. W ich ramach można wymienić teorię wyboru kolejności źródeł finansowania (*pecking order*), teorie związane z pojemnością zadłużeniową firm, które uwzględniają koszty bankructwa jako ograniczenie dla korzystania z kapitałów obcych. W kolejnym podziale teorii struktury kapitału wyeksponować można teorie rynku doskonałego, pojemności zadłużeniowej, hierarchii finansowej.

Niektóre z tych teorii wskazują, że kapitał obcy stanowi tańsze źródło finansowania niż kapitał własny, ponieważ wierzyciele mają zagwarantowane płatności odsetek, podczas gdy wypłata dywidend, do których uprawnieni są akcjonariusze, uzależniona jest od wyników finansowych firmy. Ponadto, wierzyciele klasyfikowani są przed akcjonariuszami zwykłymi w procesie dochodzenia swych praw przy likwidacji firmy. Z tych względów kapitał obcy jest mniej ryzykowny niż kapitał własny zwykły, a zatem i tańszy. Wykorzystanie dźwigni finansowej w finansowaniu przedsiębiorstwa powoduje większy wzrost ryzyka finansowego akcjonariuszy. Zgodnie z teorią zysku netto, nazywaną też hipotezą zależności, firmy mogą zwiększać swą wartość rynkową przez zamianę części kapitału własnego na kapitał obcy. Teoria zysku operacyjnego netto zakłada, że wartość firmy i jej średnioważony koszt kapitału są niezależne od struktury kapitału przedsiębiorstwa. Wyeliminowanie podatków powoduje, że całkowity dochód otrzymywany przez akcjonariuszy i wierzycieli równy jest zyskowi operacyjnemu netto bez względu na strukturę jej kapitału. Innymi słowy, nie występuje optymalna struktura kapitału, a wartość firmy i całkowity koszt kapitału są niezależne od zakresu wykorzystania dźwigni finansowej.

Teoria tradycyjna mieści się pomiędzy dwoma omówionymi ekstremalnymi podejściami do struktury kapitału. Zgodnie z nią, w przypadku umiarkowanego wykorzystania dźwigni finansowej, mniejszy koszt kapitału obcego nie jest równoważony przez zwiększone ryzyko finansowe powstające na skutek występowania zadłużenia. Średni ważony koszt kapitału firmy ulega więc zmniejszeniu, co powoduje wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Wraz ze wzrostem zadłużenia rośnie wartość rynkowa firmy, jednak reguła ta sprowadza się tylko do pewnego momentu.

Brak jednakże pogłębionych badań empirycznych z tego zakresu nakazuje i w tym przypadku mówić o niewystarczającym ładunku zweryfikowanych hipotez naukowo-badawczych, mogących zdynamizować oraz poprawić skuteczność i efektywność przekształceń struktury przedsiębiorstw i banków.

Jan Duraj