

Andrzej Rutkowski

Koszt kapitału leasingowego

Leasing oznacza oddanie do użytkowania przez jedną stronę (wynajmującego, wydierżawiającego, leasingodawcę) drugiej stronie (najemcy, dzierżawcy, leasingobiorcy) rzeczy do korzystania za ustaloną w umowie opłatą. Leasing jest pewnego rodzaju kredytem rzeczowym. Umożliwia on korzystanie przez leasingobiorcę z określonego obiektu w ustalonym w umowie okresie.

Leasing jest mieszanym (hybrydowym) źródłem finansowania, gdyż w przejściowym okresie firma użytkuje obiekt, który nie jest jej własnością, natomiast po okresie leasingu dany obiekt może stać się jej własnością, o ile spełnione zostaną określone warunki. Stanowi to poważne utrudnienie w analizach sprawozdań finansowych leasingobiorcy. Do pewnego czasu obiekty te są obce. Po tym okresie mogą stać się własnością danej firmy. Różny jest w czasie charakter tych środków. Dodatkowe problemy spowodowane są faktem, że obiekt może, ale nie musi stać się własnością firmy. Pojawia się problem wyceny tego prawa, z którego leasingobiorca może, ale nie musi skorzystać.

Jak wynika z badań autora, świadomość wielkości kosztów kapitałów pozyskanych na drodze leasingu nie jest wysoka. W praktyce, koszty obsługi kontraktów leasingowych trudno w sposób jednoznaczny ocenić analizując sprawozdania finansowe. W zależności od formy leasingu oraz od przeznaczenia przedmiotów leasingu, płatności te mogą się znajdować w kosztach wytworzenia, sprzedaży, ogólnego zarządu, finansowych lub też być pokrywane z zysku netto (np. część kapitałowa płatności z tytułu leasingu finansowego).

Znajomość kosztów leasingu jest tym istotniejsza, że ten sposób finansowania nabiera coraz większego znaczenia w polskiej gospodarce. Otóż na koniec 1998 roku zadłużenie firm w bankach wyniosło 114 mld zł. Natomiast wartość ruchomości oddanych w leasing osiągnęła 5,9 mld zł. W 1998 r. wartość oddanych w leasing obiektów wzrosła o 30% w porównaniu z rokiem poprzednim. Służył on przede wszystkim finansowaniu środków transportu (58,2% – bez samochodów osobowych) oraz maszyn i urządzeń przemysłowych (32,2%). Wśród klientów dominują firmy z sektora usług prywatnych (57%) oraz przemysłu wytwórczego i budownictwa (33%)¹⁾.

Rozważając leasingowy sposób finansowania należy zwrócić uwagę na wiele zalet tego źródła finansowania:

■ Zasadniczą zaletą jest to, iż leasingobiorca może część lub całość płatności leasingowych włączyć

w koszty uzyskania przychodów i w ten sposób zmniejszyć obciążenia podatkowe²⁾. Otóż, aby leasingobiorca mógł całą płatność leasingową uznać za koszt uzyskania przychodów, konieczne jest, aby obiekt leasingowany został zaliczony do składników majątku leasingodawcy. Mamy wówczas do czynienia z leasingiem operacyjnym.

■ Leasing stanowi dodatkowe źródło finansowania potrzeb o charakterze długo- i średnioterminowym. Dokonuje się to w wyniku kombinacji różnych źródeł finansowania. Czasami jest to jedyne źródło finansowania dostępne dla firm, które z punktu widzenia procedur bankowych nie kwalifikują się do przyznania kredytu. Wynikać to może z ich dotychczasowego poziomu zadłużenia lub strat, które aktualnie osiągają. Jednakże trzeba zdawać sobie sprawę, że aktywa użytkowane na drodze leasingu operacyjnego nie wchodzi do aktywów bilansowych, jak również zobowiązania z tego tytułu mają charakter pozabilansowy. Banki udzielając kredytu zwracają uwagę na harmonogramy płatności leasingowych. Faktycznie zwiększają one poziom zadłużenia i w konsekwencji zmniejszają zdolność do zaciągania kredytów.

■ Leasing jest elastycznym źródłem finansowania, przygotowywanym w sposób zindywidualizowany. Może być oddany do dyspozycji firmie w okresie krótszym niż standardowy kredyt bankowy. Jest to szczególnie korzystne dla firm, które rozwijają się bardzo szybko, i które potrzebują te środki w krótkim okresie.

■ Spłata leasingu (rat i odsetek) może dokonywać się według stałych rat, według ściśle ustalonych reguł lub też może być zaprojektowana i dostosowana do konkretnych możliwości płatniczych leasingobiorcy. Leasing charakteryzuje się przewagą nad krótkoterminowymi źródłami finansowania, gdyż często istnieje możliwość dłuższego i korzystniejszego rozłożenia w czasie spłat, dopasowania do możliwości finansowych płatnika.

■ W krańcowych warunkach leasing może przewidywać nawet 100% finansowania. Ma to miejsce wówczas, gdy nie jest wymagane wniesienie początkowych opłat w postaci np. kaucji lub prowizji. Leasing pozwala czasami uniknąć początkowych kosztów i nakładów. Mogą być one wszystkie włączone do opłat leasingowych i później spłacone.

■ Leasing jest korzystnym źródłem finansowania w sytuacji dużego ryzyka w określaniu przyszłego popytu. W warunkach szybkiego tempa zmian w technologii leasing jest szczególnie przydatny, gdyż umożliwia szybką wymianę wyposażenia. Jeżeli

w umowie zawarta jest klauzula o możliwości wcześniejszego rozwiązania umowy, to w przypadku braku popytu lub zmian w technologii leasingobiorca jest w stanie uniknąć większych strat (mniejsze straty są nieuniknione). W tej nowej sytuacji zakupiony sprzęt mógłby okazać się całkowicie nieprzydatny.

Decyzja leasingowa

Decyzja leasingowa jest złożoną decyzją o dwojakim charakterze: operacyjnym i inwestycyjno-finansowym. Leasingowi towarzyszy wprowadzenie do firmy dodatkowych środków trwałych. Jest to więc inwestycja mająca na celu osiągnięcie w przyszłości korzyści operacyjnych w postaci dodatkowych przychodów i wpływów. Korzyści te do końca nie są znane. W wyniku umowy leasingowej powstają zobowiązania wobec leasingodawcy. Oznacza to konieczność poniesienia wydatków pieniężnych. Płatności te z reguły zdeterminowane są warunkami umowy.

W praktyce bardzo trudno rozdzielić strumienie pieniężne powstałe w tych dwu różnych obszarach: operacyjnym i inwestycyjno-finansowym. Te dwa strumienie wpływów i wydatków są w różny sposób zależne od przyszłej sytuacji firmy.

Kontrakt leasingowy zwiększa **ryzyko finansowe**. Wiąże się bowiem z koniecznością ponoszenia ustalonych wcześniej płatności leasingowych. Przychody, które stanowić będą źródło pokrycia tych wydatków, nie są do końca znane. Poprzez kontrakt leasingowy kształtowany jest nowy poziom kosztów stałych, a precyzyjniej – wydatków stałych.

Dzięki leasingowi może zmniejszyć się **ryzyko operacyjne**, wzrastają bowiem zdolności produkcyjne i sprzedażowe. Jednocześnie firma staje się bardziej wrażliwa na zmiany wielkości popytu, zmiany wielkości sprzedaży.

Te dwa rodzaje ryzyka kształtowane decyzją leasingową przenikają się wzajemnie. Można bowiem wyobrazić sobie krańcową sytuację, w której firma traci zdolność do spłaty zobowiązań leasingowych. Powoduje to powstanie zagrożenia dla jej działalności operacyjnej. Może to spowodować, że rynek w różny sposób będzie odbierał informacje o decyzji leasingowej i zakupowej. Inne będą wówczas koszty kapitału osiągalnego dla firmy, co prowadzi do różnicowania wartości firmy.

Ocenę efektywności decyzji leasingowych prowadzi się w kontekście decyzji zakupowych. Powstaje wówczas problem: kupić dany obiekt czy też leasingować go. Zgodnie z tym podejściem, posłużyć się można następującymi kryteriami: nadwyżki leasingu netto (NAL)³⁾, progowych płatności leasingowych⁴⁾ oraz wewnętrzną stopą zwrotu (IRR). W metodach tych nie liczy się efektów finansowych, które przyniesie eksploatacja danego środka trwałego. Zakłada się, że użytkowanie obiektu na drodze zakupu lub leasingu prowadzi do uzyskania tych samych efektów operacyjnych.

Metoda wewnętrznej stopy zwrotu (IRR)

Kryterium służącym do oceny wariantów pozyskiwania środków trwałych, poprzez zakup lub leasing operacyjny stanowić może **wewnętrzna stopa zwrotu (IRR)**⁵⁾. W ujęciu tym przeciwstawiane są dwie serie wydatkowych i oszczędnościowych przepływów pieniężnych:

- związane z pozyskaniem środków trwałych poprzez zakup (wydatek na zakup środków oraz oszczędności podatkowe z tytułu amortyzacji, wpływów z wyprzedaży obiektu),
- związane z obsługą leasingu.

W metodzie wyceny kosztów kapitału na podstawie wewnętrznej stopy zwrotu (IRR) przyjmuje się następujące założenia:

- obydwie źródła finansowania, tj. leasing i pożyczka na zakup środków trwałych, są dostępne dla firmy i są jednocześnie zastępowalne;
- sposób finansowania nie wpływa na poziom ryzyka prowadzonej działalności operacyjnej;
- wszystkie przepływy pieniężne charakteryzują się takim samym poziomem ryzyka, a w związku z tym mogą być dyskontowane tą samą stopą;
- poziom ryzyka prowadzonej działalności jest stały w czasie; umożliwia to wykorzystanie tej samej stopy dyskontowej w całym okresie analizy;
- okres eksploatacji obiektu jest taki sam dla leasingu i dla zakupu; okres ten można dostosować do ekonomicznie uzasadnionego okresu eksploatacji; właściciel (kupujący) pod koniec okresu może obiekt sprzedać i uzyskać z tego tytułu dodatkowe wpływy.
- firma na swojej działalności realizuje odpowiednio duży „zysk przed leasingiem”, większy od okresowych płatności leasingowych; dzięki temu może w sposób efektywny skorzystać z osłony podatkowej.

Podjęcie decyzji o **zakupie** środka trwałego oznacza, że na początku okresu ponosi się wydatek inwestycyjny. W ten sposób inwestor staje się właścicielem obiektu i w związku z tym może go amortyzować w ciężar kosztów. Wydatek inwestycyjny jest w części rekompensowany oszczędnościami na podatku dochodowym z tytułu amortyzacji. Pod koniec okresu właściciel może obiekt sprzedać. Dzięki temu osiągnie wynik na sprzedaży obiektu, który będzie obciążony podatkiem dochodowym.

Podjmując decyzję o **leasingu operacyjnym** ponosić się będzie szereg płatności leasingowych, które w całości uznane zostaną za koszty uzyskania przychodów i zmniejszą podstawę opodatkowania.

Decyzja zakupowa wiąże się z koniecznością poniesienia szeregu wydatków i umożliwia zrealizowanie oszczędności podatkowych oraz wpływów z likwidacji zakupionego wcześniej obiektu:

$$\text{Wydatki zakupowe} = I_0 + \sum_{i=1}^n \frac{\text{Amort}_i \cdot T_i}{(1+r)^i} + \frac{TV}{(1+r)^n}$$

gdzie:

I_0 – wydatek inwestycyjny na zakup obiektu



- Amort_i – amortyzacja w i-tym okresie od zakupionego obiektu
- TV – wpływy **netto** ze sprzedaży obiektu pod koniec okresu eksploatacji (po podatku)
- T_i – stopa podatku dochodowego w i-tym okresie
- r – stopa dyskontowa równa efektywnym, tj. po podatku kosztom pożyczek
- n – liczba lat eksploatacji obiektu równa jest okresowi leasingu

Zgodnie z przyjętą w artykule konwencją, przepływ (I₀) jest ujemny, natomiast dodatnie są dwa następne składniki formuły: (Amort_i) oraz (TV). W ujęciu tym wydatek inwestycyjny (I₀) jest rekompensowany oszczędnościami w podatku dochodowym z tytułu amortyzacji oraz wpływami netto z wyprzedzenia zakupionego wcześniej obiektu.

Decyzja leasingowa wiąże się z koniecznością poniesienia szeregu wydatków, które stanowią koszty uzyskania przychodów:

$$\text{Wydatki leasingowe} = L_0 \cdot (1 - T_0) + \sum_{i=1}^n \frac{L_i \cdot (1 - T_i)}{(1 + r)^i}$$

gdzie:

- L₀ – wstępna płatność leasingowa ponoszona na początku kontraktu, tj. na początku okresu pierwszego (koniec okresu zerowego)
- L_i – płatność leasingowa ponoszona na koniec i-tego okresu (od pierwszego do ostatniego okresu, tj. n-tego okresu)
- T₀ – stopa podatku dochodowego w zerowym okresie
- T_i – stopa podatku dochodowego w i-tym okresie
- pozostałe oznaczenia jw.

Zakłada się, że płatność leasingowa (L₀) okresu zerowego jest różna od płatności okresów następnych. Zgodnie z przyjętą w artykule konwencją, płatności leasingowe (L₀) i (L_i) są ujemne.

Dwa strumienie wydatków (i oszczędności) zakupowe i leasingowe przyrównuje się do siebie w równaniu:

$$I_0 + \sum_{i=1}^n \frac{\text{Amort}_i \cdot T_i}{(1 + r)^i} + \frac{\text{TV}}{(1 + r)} = L_0 \cdot (1 - T_0) + \sum_{i=1}^n \frac{L_i \cdot (1 - T_i)}{(1 + r)^i} \quad (\text{I})$$

W ujęciu tym, **wydatek inwestycyjny netto** traktuje się jako **pożyczkę** (jako zaoszczędzony wydatek), którą spłaca się szeregiem płatności leasingowych.

Po przekształceniu równania (I) do dogodniejszej postaci (z uwagi na możliwość wykorzystania arkusza kalkulacyjnego) otrzymuje się:

$$-(I_0 - L_0 \cdot (1 - T_0)) + \sum_{i=1}^n \frac{L_i \cdot (1 - T_i)}{(1 + r)^i} - \sum_{i=1}^n \frac{\text{Amort}_i \cdot T_i}{(1 + r)^i} - \frac{\text{TV}}{(1 + r)^n} = 0$$

$$-(I_0 - L_0 \cdot (1 - T_0)) + \sum_{i=1}^n \frac{L_i \cdot (1 - T_i) - \text{Amort}_i \cdot T_i}{(1 + r)^i} - \frac{\text{TV}}{(1 + r)^n} = 0$$

$$-(I_0 - L_0 \cdot (1 - T_0)) + \sum_{i=1}^{n-1} \frac{L_i \cdot (1 - T_i) - \text{Amort}_i \cdot T_i}{(1 + r)^i} + \left(\frac{L_n \cdot (1 - T_n) - \text{Amort}_n \cdot T_n - \text{TV}}{(1 + r)^n} \right) = 0 \quad (\text{II})$$

Gdy w analizowanym okresie przyjęte zostaną **dodatkowe** upraszczające założenia, że:

- okresowe odpisy amortyzacyjne (Amort_i, Amort_n) są równe (Amort),
 - okresowe płatności leasingowe (L_i, L_n) są równe (L), z wyjątkiem płatności wstępnej (L₀),
 - stopy podatku dochodowego (T_i, T_n) są równe (T),
- to zapisane równanie upraszcza się do postaci:

$$-(I_0 - L_0 \cdot (1 - T)) + \sum_{i=1}^{n-1} \frac{L \cdot (1 - T) - \text{Amort} \cdot T}{(1 + r)^i} + \left(\frac{L \cdot (1 - T) - \text{Amort} \cdot T - \text{TV}}{(1 + r)^n} \right) = 0$$

$$-(I_0 - L_0 \cdot (1 - T)) + (L \cdot (1 - T) - \text{Amort} \cdot T) \sum_{i=1}^{n-1} \frac{1}{(1 + r)^i} + \left(\frac{L \cdot (1 - T) - \text{Amort} \cdot T - \text{TV}}{(1 + r)^n} \right) = 0 \quad (\text{III})$$

Zapisane wyżej równania w wersji ogólnej (II) lub szczególnej (III) opisują **sytuację pożyczkową**. Przepływy okresu zerowego są dodatnie. Ujemne przepływy występują w okresach późniejszych. Oznacza to, że w okresie zerowym firma pozyskuje środki finansowe, które w późniejszych okresach spłaca.

Aby wyznaczyć koszt „kapitału leasingowego”, należy obliczyć wartość stopy dyskontowej (r), dla której zapisane równanie osiąga wartość zero. Wyznaczona stopa dyskontowa (r), to wewnętrzna stopa zwrotu (IRR)⁶⁾ dla zapisanych w równaniu przepływów pieniężnych. Stanowi ona okresowy koszt kapitału leasingowego. Ten okresowy koszt kapitału należy przeliczyć na ekwiwalentny roczny koszt. Umożliwia to dalsze porównania, np. z kosztami kredytów, które są podawane dla okresów rocznych.

Jeżeli wyznaczony w ten sposób, koszt kapitału leasingowego jest większy od przyjętej stopy dyskontowej (skalkulowanej na podstawie efektywnego, tj. po podatku kosztu kapitału pożyczkowego), to finansowanie zakupowe jest korzystniejsze. W sytuacji odwrotnej akceptuje się leasing⁷⁾.

Rozwiązując powyższe równanie, można napotkać na problem wielokrotnej wewnętrznej stopy zwrotu⁸⁾. Wynikać to może z faktu, że zapisane równanie (wielomian) ma więcej niż jeden pierwiastek. Sytuacja taka występuje, gdy przepływy pieniężne zmieniają swój znak więcej niż jeden raz. Może to mieć miejsce, gdy wartość końcowa TV będzie większa od sumy końcowej płatności leasingowej i odpisu amortyzacyjnego w ostatnim okresie. W takiej sytuacji wybór wariantu finansowania dokonywany jest w przedziałach. Akceptowane jest przedsięwzięcie leasingowe dla takich wartości efektywnych kosztów kapitału pożyczkowego (r), dla których wartość wyżej zapisanego wielomianu osiąga wartości dodatnie.

Przykład

Firma rozważa podjęcie inwestycji. Koszt zakupu linii technologicznej wraz z jej montażem wynosi 100 000 zł. Planuje się eksploatację tej linii przez 5 lat. Po pięciu latach linia będzie w dalszym ciągu sprawna technologicznie, lecz prawdopodobnie nie będzie można uzyskać z jej pomocą konkurencyjnego produktu akceptowanego na rynku przez nabywców.

Normatywny okres amortyzowania tej linii wynosi 5 lat. Linia eksploatowana będzie w zwykłych, niezbyt uciążliwych warunkach. W związku z tym, amortyzacja dokonywana jest w sposób liniowy.

Przewiduje się, że po 5 latach eksploatacji linie będzie można sprzedać za 7% jej pierwotnej wartości, tj. za 7000 zł.

Alternatywnym sposobem pozyskania tych niezbędnych do rozwoju firmy środków trwałych jest leasing oferowany na następujących warunkach:

- okres, na który oddaje w użytkowanie środki wynosi 5 lat;
- po terminie leasingu firma może odkupić linie za cenę 7000 zł, umowa ta może zostać odwołana, jeżeli leasingobiorca nie będzie spełniał określonych warunków;
- roczna opłata leasingowa wynosić będzie 25 000 zł, płatna będzie na końcu każdego roku, pierwsza wpłata dokonana będzie w momencie zawarcia transakcji w roku „zerowym” w wysokości 10% wartości obiektu, tj. w kwocie 10 000 zł, nie jest określona część odsetkowa i kapitałowa płatności leasingowych.

Stopa podatku dochodowego dla firmy wynosi $T = 32\%$.

Firma może skorzystać z pożyczki bankowej w pełnej wysokości wydatku inwestycyjnego, tj. 100 000 zł. Koszt tego kredytu wynosi 15% w skali roku. Znajomość kosztu kredytu jest niezbędna jedynie do wyznaczenia stopy dyskontowej.

Firma rozważa zakup gotówkowy i finansowanie na drodze leasingu. Należy wybrać korzystniejszy sposób pozyskania niezbędnych środków trwałych.

Rozwiązanie:

Przedstawiony leasing uznaje się jako operacyjny, gdyż z umowy wynika, że leasingodawca może w pewnych warunkach odstąpić od jej realizacji.

Kalkulacja przepływów pieniężnych dla kupującego:

Wydatek inwestycyjny (I_0):

$$I_0 = -100\,000 \text{ zł}$$

Roczny odpis amortyzacyjny, który może dokonać właściciel obiektu, tj. kupujący, wynosi (Amort):

$$\text{Amort} = 100\,000 / 5 = 20\,000 \text{ zł}$$

Zakładając, że stopa podatku dochodowego równa jest $T=32\%$, to osłona podatkowa z tytułu amortyzacji ($TS_{(Am)}$) wyniesie:

$$TS_{(Am)} = \text{Amort} \times T$$

$$TS_{(Am)} = 20\,000 \times 0,32 = 6\,400 \text{ zł}$$

Wartość końcowa obiektu wyniesie $TV = 7000 \text{ zł}$
Wartość księgowa obiektu na koniec piątego roku będzie równa zero, gdyż będzie to obiekt całkowicie zamortyzowany. Wynik na sprzedaży tego obiektu jest równy:

$$\text{Cena sprzedaży} - \text{Wartość księgowa obiektu} \\ 7000 - 0 = 7000 \text{ zł}$$

Podatek dochodowy na wyniku ze sprzedaży obiektu:

$$7000 \times 0,32 = 2\,240 \text{ zł}$$

Wynik netto na sprzedaży obiektu (TV):

$$7000 - 2\,240 = 4\,760 \text{ zł}$$

Kalkulacja przepływów pieniężnych w sytuacji leasingu, dla leasingobiorcy:

Wstępna płatność leasingowa (L_0):

$$L_0 = -10\,000 \text{ zł}$$

Efektywna wstępna płatność leasingowa (po podatku):

$$L_0 (1-T) = -10\,000 \times (1 - 0,32) = -6\,800 \text{ zł}$$

Okresowe płatności leasingowe (L):

$$L = -25\,000 \text{ zł}$$

Efektywna okresowa płatność leasingowa (po podatku):

$$L (1-T) = -25\,000 \times (1 - 0,32) = -17\,000 \text{ zł}$$

Zakupując obiekt za gotówkę właściciel uzyskuje wiele korzyści w postaci: zmniejszenia podatku dochodowego z tytułu amortyzacji, dodatkowych wpływów z wyprzedzenia obiektu pod koniec piątego okresu eksploatacji, oszczędności na efektywnych, tj. po podatku, płatnościach leasingowych.

Reasumując, można stwierdzić, że dla konkretnych danych z przykładu, dzięki zakupowi, tj. wydatkowi inwestycyjnemu w wysokości 100 000 zł uzyskuje się:

- okresowe osłony podatkowe z tytułu amortyzacji = 6400 zł
 - wpływy netto (po podatku) z wyprzedzenia środka trwałego = 4760 zł
 - oszczędność na efektywnej początkowej płatności leasingowej (po podatku) = 6800 zł
 - oszczędności na efektywnej okresowej płatności leasingowej (po podatku) = 17000 zł
- Zgodnie z przyjętą konwencją metody (IRR), leasing traktuje się jako **pożyczkę** o określonych kosztach. Inaczej można zapisać warunki pożyczki:
- wielkość pożyczki (tj. wielkość oszczędności na wydatku inwestycyjnym) = 100 000 zł
 - **utraczone** okresowe osłony podatkowe z tytułu amortyzacji = 6400 zł
 - **utraczone** wpływy netto (po podatku) z wyprzedzenia środka trwałego = 4760 zł
 - efektywna początkowa płatność leasingowa (po podatku) = 6800 zł
 - efektywna okresowa płatność leasingowa (po podatku) = 17000 zł

Wycenę przepływów pieniężnych do celów kalkulacji wewnętrznej stopy zwrotu (IRR) przedstawia tabela 1.

Tab. 1. Kalkulacja wewnętrznej stopy zwrotu (IRR)

	0	1	2	3	4	5
Zakup inwestycyjny (pożyczka leasingowa)	100 000					
Ośłona podatkowa z tytułu amortyzacji (utracona przez leasingobiorcę)		-6400	-6400	-6400	-6400	-6400
Wartość końcowa po opodatkowaniu (utracona przez leasingobiorcę)						-4760
Efektywne płatności leasingowe po opodatkowaniu (ponoszone przez leasingobiorcę)	-6800	-17 000	-17 000	-17 000	-17 000	-17 000
Gotówka netto	93 200	-23 400	-23 400	-23 400	-23 400	-28 160
Wewnętrzna stopa zwrotu (IRR)	9,37%					

Wartość wewnętrznej stopy zwrotu (IRR) znajduje się rozwiązując równanie:

$$93\,200 = \sum_{i=1}^4 \frac{23\,400}{(1+r)^i} + \frac{28\,160}{(1+r)^5}$$

$$93\,200 = \sum_{i=1}^4 \frac{23\,400}{(1+r)^i} - \frac{28\,160}{(1+r)^5} = 0$$

$$\text{IRR} = 0,0937 = 9,37\%$$

$$k_1 = 9,37\%$$

Koszt leasingu jest równy $k_1 = 9,37\%$.

Efektywny, tj. po podatku, koszt kredytu jest równy:

$$k_{\text{po pod.}} = k_{\text{nom.}} \cdot (1 - T)$$

$$k_{\text{po pod.}} = 15,00\% \cdot (1 - 0,32) = 10,20\%$$

Wyliczona z powyższego równania wewnętrzna stopa zwrotu **IRR= 9,37%** jest rocznym kosztem „kapitału leasingowego”. Można go porównać z kosztami innych źródeł kapitału. W tym konkretnym przypadku koszt leasingu w wysokości $k_1 = 9,37\%$ jest mniejszy od efektywnych, tj. po podatku, kosztów kapitału pożyczkowego $k_{\text{po pod.}} = 10,20\%$. Leasing jest tańszym źródłem finansowania.

Wnioski

Metoda wewnętrznej stopy zwrotu pozwala na szybką ocenę kosztów leasingu. Koszt ten należy odnieść do kosztów pożyczek lub innych kapitałów, które są dostępne dla firmy.

Warunkiem właściwego szacunku kosztu leasingu jest prawidłowa wycena przepływów pieniężnych związanych z zakupem i leasingiem. Należy uwzględnić wszelkie różnicowe oszczędności z tytułu zakupu i leasingu. Ważne są zarówno wydatki, jak i oszczędności na wydatkach. W przypadku kontraktów leasingowych należy uwzględnić podane, często w sposób niezbyt przejrzysty, warunki kontraktu.

Powodują one wzrost efektywnego kosztu leasingu. Analizując ofertę leasingu należy traktować ją jako zaproszenie do negocjacji, a nie jako ostateczne warunki kontraktu.

Kolejna kwestia to identyfikacja osłon podatkowych. Trzeba wyjaśnić, czy firma może z nich efektywnie skorzystać, tj. czy osiąga odpowiednio duży zysk. Czy z osłon tych może skorzystać w tym samym okresie, co ponosi wydatki? Niekiedy trzeba liczyć się z odroczeniem w czasie możliwości skorzystania z osłony podatkowej.

Oceniając leasing, który będzie obsługiwany ponoszonymi w przyszłości wydatkami, należy zwrócić uwagę na wielkości stóp podatku dochodowego. Ich zmniejszenie w przyszłości prowadzi do zmniejszenia osłon podatkowych i w konsekwencji do względnego spadku atrakcyjności leasingu.

Analiza kosztów leasingu prowadzona jest na podstawie prognoz przepływów pieniężnych i obciążona jest ryzykiem. Dlatego też rachunek ten powinien być prowadzony w sposób wariantowy.

Andrzej Rutkowski

PRZYPISY

- Raport Konferencji Przedsiębiorstw Leasingowych za 1998 r.
- W literaturze wskazuje się, że podstawową przesłanką skłaniającą do korzystania z leasingu są korzyści podatkowe. Por. GRAHAM J.R., LEMMON M.L., SCHALHEIM J.S., *Debt, Leases, Taxes, and Endogeneity of Corporate Tax Status*, „Journal of Finance”, February 1998. Wydaje się, że w warunkach polskich aktualnie równie ważne są inne motywy, m.in. takie jak dostępność oraz szybkość pozyskania środków.
- Por. BRIGHAM E., GAPENSKI L., EHRHARDT M.C., *Financial Management, Theory and Practice (9 ed.)*, Dryden Press, Fort Worth 1999, s. 745; RUTKOWSKI A., *Analiza leasingu*, Centrum Prywatyzacji, Warszawa 1995 r.
- RUTKOWSKI A., *Progowe płatności w leasingu operacyjnym*, Rachunkowość Zarządca i Controlling, Grudzień 1998.
- Por. BRIGHAM E., GAPENSKI L., EHRHARDT M.C., *Financial Management, Theory and Practice (9 ed.)*, Dryden Press, Fort Worth 1999, s. 759.
- W tym celu wykorzystuje się funkcję IRR. Zapisuje się to następująco: „=IRR(CF₀:CF_n)”. W nawiasie należy wpisać przepływy pieniężne od zerowego do n-tego okresu, zgodnie z zapisanym równaniem (II) lub (III).
- Należy zauważyć, że w przypadku standardowego projektu inwestycyjnego akceptuje się projekt, o ile stopa dyskontowa (wyznaczona na podstawie kosztów kapitału) jest mniejsza od wewnętrznej stopy zwrotu. W przypadku wariantu pożyczkowego postępuje się odwrotnie.
- Por. SUŁKOWSKI Cz., *O możliwości ujednoczenia wyboru inwestycji według kryteriów NPV i IRR*, „Przeгляд Organizacji”, 5/1999 r.

Stanisław Sudół

Przedsiębiorstwo

Podstawy nauki o przedsiębiorstwie

Teorie i praktyka zarządzania

TNOiK Dom Organizatora, Toruń 1999

W ostatnich latach na rynku księgarskim ukazało się kilka wartościowych publikacji poświęconych szeroko rozumianej nauce o przedsiębiorstwie. Dobrze, że przygotowywane są i ukazują się nowe w tym zakresie publikacje. Wynikają one nie tyle z częściowej dezaktualizacji dotychczasowych opracowań, ile z potrzeby uzupełnienia i wzbogacenia wiedzy o przedsiębiorstwie i zarządzaniu nim, o zagadnienia z tej dziedziny w krajowym piśmiennictwie nieobecne lub występujące zupełnie marginesowo. Jest sprawą zupełnie oczywistą, że zarówno dezaktualizacja, jak i luki mają swoje źródło w radykalnych, w wielu dziedzinach rewolucyjnych zmianach, jakim podlega przedsiębiorstwo w procesie szerokiego wdrażania do polskiej gospodarki mechanizmów rynkowych i ich stałej niemal rekonstrukcji.

Zbiór wiedzy o przedsiębiorstwie i zarządzaniu nim – ujętej w sposób nowoczesny, nowatorski i oryginalny – przedstawia w swojej książce, zatytułowanej *Przedsiębiorstwo. Podstawy nauki o przedsiębiorstwie. Teorie i praktyka zarządzania*, profesor Stanisław Sudół.

Autor książki – a w zasadzie podręcznika akademickiego, choć – jak również sam dodaje – nie tylko, bowiem pragnąłby, aby i menedżerowie z przedsiębiorstw znaleźli w książce treści ich interesujące – jest wybitnym specjalistą w dziedzinie zarządzania przedsiębiorstwem, a sama książka eksponuje jego znany i znaczący dorobek teoretyczny, metodologiczny, dydaktyczny i aplikacyjny. W książce znajdują też odbicie praktyczne doświadczenia autora wynikające z prowadzenia wieloletnich badań nad przedsiębiorstwem, głównie przemysłowym oraz pełnienia roli doradcy w zarządzaniu wieloma przedsiębiorstwami. Dlatego też uważam, że ów postulat – odnoszony do polskich menedżerów – jest w pełni realny do spełnienia, w książce znajduje się bowiem wiele treści niewątpliwie dla nich – z punktu widzenia przydatności do zarządzania przedsiębiorstwem – interesujących i inspirujących.

Zakres przedmiotowy omawianej książki stanowi syntezę dotychczasowej wiedzy naukowej i doświadczeń praktycznych, nawiązuje w tej kwestii

nie tylko do osiągnięć w skali naszego kraju, ale i światowych, a w każdym razie krajów najwyżej rozwiniętych, w których praktyka i nauka o zarządzaniu ma najwięcej do powiedzenia i pokazania. Z tego punktu oceny, książka profesora S. Sudóła odpowiada cechom dobrego podręcznika z dziedziny zarządzania.

Profesor S. Sudół, pisząc w książce zdanie (por. s. 14), że „*żadna książka nie jest dziełem wyłącznie jej autorów*”, przypisuje w niej, z wrodzoną sobie skromnością, jedynie rolę narratora. Moim zdaniem, zupełnie niesłusznie, książka zawiera bowiem bardzo wiele myśli i spostrzeżeń właściwych tylko i wyłącznie autorowi. Stwierdzam to z całym przekonaniem na podstawie znajomości jego dorobku naukowego i doradczego oraz wieloletnich z nim kontaktów.

Dzieło profesora S. Sudóła, obejmując 23 rozdziały, liczy 337 stron. Można w nim wyodrębnić dwie zasadnicze, różniące się merytorycznie części.

Część pierwszą tworzy dziewięć pierwszych rozdziałów. Związane są one z prezentacją dorobku z zakresu teorii przedsiębiorstwa wyrażonych w konwencji dyscypliny związanej z nauką o przedsiębiorstwie lub z jej podstawami.

W ramach tej części sześć pierwszych z nich, poświęconych zostało – w sposób niezwykle prosty i ciekawy – wyjaśnieniu podstawowych pojęć z zakresu wiedzy o przedsiębiorstwie, zarysowaniu głównych kierunków i etapów rozwoju przedsiębiorstwa oraz przybliżeniu podstawowych cech, celów i misji przedsiębiorstwa, przesądzających o jego istocie.

W rozdziale siódmym autor zwraca uwagę na bardzo ważny współcześnie element wiedzy o przedsiębiorstwie, jakim dla jego twórcy, czyli przedsiębiorcy jest ryzyko ekonomiczne związane z funkcjonowaniem przedsiębiorstwa.

Istotną rolę w tej części podręcznika pełni rozdział ósmy. W rozdziale tym autor przedstawia bardzo ciekawą i kompleksową prezentację klasyfikacji przedsiębiorstwa ze względu na jego formy, rodzaje i typy. Rozdział ten cechuje się nie tylko walorem dydaktycznym, ale również aplikacyjnym.

Pozwala bowiem przedsiębiorcy już na wstępie podejmowania przez niego działalności gospodarczej, dokładnie sprecyzować formę, rodzaj i typ przedsiębiorstwa, najbardziej przydatny z punktu widzenia charakteru podejmowanej przez niego działalności.

Kontynuacją treści zawartych w tym rozdziale są dociekania autora prowadzone w rozdziale następnym, dziewiątym, w którym omawia on zagadnienie wielkości przedsiębiorstwa. Zamieszczone tam rozważania prowadzone są w kontekście optymalizacji tej wielkości. Autor wskazuje na wiele istotnych problemów praktycznych wiążących się z wielkością przedsiębiorstwa, między innymi wskazuje na konieczność odróżniania problemu optymalizacji wielkości przedsiębiorstwa od problemu optymalizacji wielkości zakładu jako jednostki produkcyjnej lub usługowej. Zwraca też uwagę na fakt, iż to optimum jest zmienne w czasie. Oznacza to, że zmiana w warunkach gospodarowania może powodować celowość zwiększenia bądź zmniejszenia przedsiębiorstwa.

Część drugą podręcznika tworzą pozostałe rozdziały w liczbie 14. Dotyczą one ujętej w różnej formie problematyki zarządzania przedsiębiorstwem.

Rozdziały 10. i 11. poświęcono zagadnieniom istoty i funkcji zarządzania przedsiębiorstwem oraz kreowania struktur organizacyjnych stanowiących instytucjonalne ramy procesów zarządzania. Przedstawiono w nich główne funkcje realizowane w procesie zarządzania oraz struktury służące wprawianiu w ruch potencjału gospodarczego przedsiębiorstwa opisanego w części pierwszej podręcznika.

Rozdział 12. zajmują rozważania związane z kadra kierowniczą. Poruszany problem jest o tyle ważny, gdyż przedsiębiorstwem zarządzają kierownicy (menedżerowie). Pełnić mogą oni różne role i zadania w zależności od zajmowanych szczebli – poziomów zarządzania. O tych i innych powiązaniach oraz wynikających z nich sytuacjach i skutkach – dla praktyki zarządzania – pisze autor w tym rozdziale.

W kolejnych dwóch rozdziałach autor poświęca uwagę omówieniu zagadnień związanych z zarządzaniem strategicznym (rozdział 13.) i operacyjnym w zarządzaniu przedsiębiorstwem (rozdział 14.). Są to zagadnienia ważne (zwłaszcza to pierwsze) z punktu widzenia praktyki długookresowego funkcjonowania i zarządzania przedsiębiorstwem. Obecnie bowiem, w warunkach dużych przemian na świecie, zwłaszcza silnego trendu globalizacji gospodarki, nasilenia konkurencji w skali globalnej, zarządzanie strategiczne uważa się za nieodzowny warunek przetrwania i rozwoju przedsiębiorstwa. Autor w rozdziale tym formułuje wiele cennych uwag i poglądów związanych z formułowaniem (budowaniem) strategii, jej wdrażaniem oraz kontrolą strategiczną. Jako kontrast dla zarządzania strategicznego w przedsiębiorstwie, autor przedstawia i omawia dla okresów krótszych zagadnienie i zasady zarządzania operacyjnego. Szczególnego podkreślenia wymaga uwaga autora, że tak jak w procesie

zarządzania strategicznego, tak również w toku zarządzania operacyjnego, bieżącego, realizowane są, choć w odmienny sposób, wszystkie funkcje zarządzania. Istotą tego zarządzania przedstawia autor poprzez pokazanie różnic w stosunku do zarządzania strategicznego, równocześnie opisując metody i techniki mające pomóc w sprawnym i ekonomicznym przebiegu procesów gospodarczych, a zwłaszcza procesów produkcyjnych w przedsiębiorstwie.

Kolejne trzy rozdziały – nawiązując do rozdziału 10., poświęconego wielkości przedsiębiorstwa – są omówieniem zagadnień związanych z zarządzaniem przedsiębiorstwem w zależności od jego wielkości. I tak w rozdziale 15. autor opisuje proces zarządzania przedsiębiorstwem małym, w rozdziale 16. dużym, w rozdziale 17. zaś przedsiębiorstwem międzynarodowym. Autor w tych rozdziałach stara się zwrócić uwagę czytelnika na fakt, że obok stosowanych w zarządzaniu przedsiębiorstwem uniwersalnych zasad, w praktyce zarządzania menedżerowie winni dokonywać ich korekt w zależności od skali wielkości zarządzanego przedsiębiorstwa. Skala wielkości przedsiębiorstwa wpływa na jego cele, misje, uwarunkowania wewnętrzne i zewnętrzne, komplikuje stosunki organizacyjne i ludzkie. Wynika to z tzw. sytuacyjnego podejścia do zarządzania, które autor wyraźnie w tych rozdziałach zaznacza, przy czym podejście to daje się wyraźnie zauważyć jako przewodnia myśl całego podręcznika.

Przedsiębiorstwa na drodze swojego rozwoju mogą przeżywać kryzysy. Zapobieganiu sytuacjom kryzysowym w przedsiębiorstwie oraz zachowaniu się przedsiębiorstwa i zatrudnionych w nich pracowników w trakcie trwania kryzysu i wychodzenia z niego poświęcił autor rozdział 18. Kryzys może wystąpić zawsze i wszędzie, może dotknąć także i dobre przedsiębiorstwo – o czym nie powinni zapominać menedżerowie, bowiem jak pisze profesor S. Sudoł przywołując publikację B. Wawrzyniaka (por. s. 263), „w dzisiejszym świecie organizacji kryzysy w przedsiębiorstwach są zjawiskiem normalnym”. Myśli tej kierowanej do czytelnika, a wyrażającej się w poszukiwaniu odpowiedzi na pytania; jak sobie radzić, jak przewidywać przeciwności, na podstawie jakich zasad i wskazań zarządzać w kryzysowej sytuacji, poświęca autor rozważania w tym rozdziale.

Kolejny rozdział – *Przedsiębiorstwo w procesie transformacji* (19) – stanowi syntetyczną prezentację wyników badań prowadzonych w latach dziewięćdziesiątych pod kierunkiem profesora przez zespół pracowników naukowych Katedry Zarządzania Przedsiębiorstwem Przemysłowym i Polityki Przemysłowej UMK w Toruniu. Jest on swoistą nowością, bowiem skupia uwagę na dotychczas zaniedbanej w tego typu publikacjach tematyce. Dokonano w nim kompleksowej oceny procesów transformacji gospodarki z punktu widzenia umiejętności realizacji rynkowych zmian w polskich przedsiębiorstwach. Z tego względu jest niezwykle cenny

dydaktycznie i poznawczo, zarówno dla takich czytelników, jakim są studenci, jak i menedżerowie, poznający – muszą zaznaczyć, że przedstawione obiektywnie i ze znanstwem przedmiotu – realia procesu transformacji polskiej gospodarki. Autor pisze tu ze znanstwem o procesach prywatyzacji, restrukturyzacji przedsiębiorstw, również ze względów na wymogi związane z wchodzeniem Polski do Unii Europejskiej, a także o niezbędnych przemianach dokonujących się – choć wolno – w strukturach organizacyjnych i kadrze polskich przedsiębiorstw.

Rozdział 20. podręcznika, w przeciwieństwie do rozdziałów wcześniejszych (10–19) traktujących o zarządzaniu przedsiębiorstwem jako całością, będącą domeną naczelnego kierownictwa, traktuje o zarządzaniu podstawowymi dziedzinami działalności przedsiębiorstwa, które znajdują się w polu oddziaływania i odpowiedzialności kierowników niższych szczebli. Autor – w sposób bardzo syntetyczny; bowiem jak sam słusznie pisze „szersze przedstawienie tej tematyki wymagałoby co najmniej kilku odrębnych książek” (por. s. 291) – formułuje swoje uwagi i opisuje podstawowe zasady odnośnie do zarządzania finansami, techniką, przebiegiem produkcji, jakością, procesami zaopatrzenia materiałowo-technicznego i logistyką, sprzedażą i serwisem, zasobami pracy, majątkiem trwałym. Myślę, że zawarto w poszczególnych punktach rozdziału najważniejsze kwestie umożliwiające zrozumienie – głównie przez studentów – istotnych kwestii związanych z dziedzinowym prowadzeniem działalności przez przedsiębiorstwo, a więc zarządzanie czymś.

Rozdział 21. – w jego ramach autor podejmuje zupełnie niespotykaną w tego typu publikacjach tematykę. Jest nią kultura i etyka przedsiębiorstwa. W rozdziale tym opisano istotę kultury organizacyjnej jako swoistej, tożsamościowej cechy charakteryzującej i wyróżniającej przedsiębiorstwo na tle innych przedsiębiorstw. Autor podkreśla, że kultura stanowi obecnie w globalizującej się gospodarce istotny czynnik przewagi konkurencyjnej. Również w zdobywaniu tej przewagi ważną rolę odgrywa etyka jako inny przejaw kulturowej inności przedsiębiorstwa. Jest to rozdział, w którym autor podejmuje tematy zyskujące na znaczeniu i aktualności w związku z procesami globalizacji gospodarki w skali międzynarodowej i obejmowania Polski tymi procesami.

Zgodnie z hasłem, że „tak jak wszystko ma swój początek, tak i kiedyś wszystko się kończy”, profesor S. Sudół rozdział 22. poświęca zagadnieniu końca życia przedsiębiorstwa. Obserwacje życia gospodarczego wskazują, że długość życia przedsiębiorstwa jest bardzo zróżnicowana. Jedne przedsiębiorstwa są długowieczne, stale rozwijają się, umacniając swoją pozycję na rynku, inne po okresie prosperity upadają stopniowo lub nieoczekiwanie. Jeszcze innym w ogóle nie udaje się utrwalić swojej obecności na rynku. Jaki to może być koniec (zarówno pod względem prawnym, jak i ekonomicznym), jakie

mogą być jego formy, co z tego wynika dla przedsiębiorstwa i jego właścicieli i jak się to odbywa, o tym wszystkim w syntetycznym skrócie pisze autor w tym rozdziale.

Rozważania autora nt. *Zarządzania jako nauki* – rozdział 23. – kończą merytoryczną część podręcznika. W rozdziale tym profesor – w pełni podzielałam zawarty tam pogląd – stwierdza, że zarządzanie jest w pierwszej kolejności działaniem praktycznym, dalej – jest nauką, ale można ją widzieć też jako pewnego rodzaju sztukę, nie poddającą się rygorom analizy naukowej, będącą modelem postępowania opierającym się na wizji, wyobraźni i intuicji. Będąc wierny owemu pogładowi w takiej też konwencji profesor zbudował swój znakomity podręcznik.

Dokonując syntetycznej oceny recenzowanego podręcznika pragnę stwierdzić, iż:

- temat książki wybrany został bardzo trafnie, zarówno pod względem teoretycznym, jak i praktycznym, a jej strukturę – świadcząca o logicznym powiązaniu treści całości książki – również należy uznać za bardzo trafną, bowiem tytuły poszczególnych rozdziałów i podrozdziałów dokładnie informują o rozważanej w niej problematyce;
- koncepcja recenzowanej książki, mająca swoje odzwierciedlenie w jej konstrukcji, w kolejności poszczególnych rozdziałów i ich części składowych, jest nie tylko właściwa, ale i przejrzysta;
- w warstwie teoretyczno-metodologicznej istotną rolę odgrywa dyskusja i krytyczna ocena dorobku naukowego, związanego z głównym tematem książki oraz własne, bogate, trafne i dociekliwe przemyślenia i propozycje autora, zaś warstwa aplikacyjna książki wzbogaca dotychczasową wiedzę temat na poruszanych w książce kwestii i zagadnień;
- lektura recenzowanego podręcznika wskazuje, że kwestie w niej podniesione, przyczyniają się do obiektywnego naświetlenia wielu istotnych problemów z dziedziny wiedzy o przedsiębiorstwie i zarządzaniu nim, stwarzając naukowe przesłanki i inspirując do podjęcia dalszych badań służących rozwojowi wiedzy i doświadczeń w tym zakresie;
- generalnie można stwierdzić, że recenzowany podręcznik zawiera wiele zalet, ważnych ustaleń i inspirujących refleksji.

Z całym przekonaniem stwierdzam, że jest to opracowanie na krajowym rynku wydawniczym na pewno nowatorskie, zachowujące pod wieloma względami, tj. samej zawartości, jak i sposobu ujęcia niektórych zagadnień, charakter oryginalny. Odzworowuje ono imponujący wysiłek badawczy, dydaktyczny, projektowy i konsultacyjny profesora S. Sudóla, świadczący o niezachwianej pozycji profesora w polskiej nauce organizacji i zarządzania.

Recenzowany podręcznik uznaję za ważne wydanie zarówno dla teorii, jak i praktyki zarządzania, wskazujące nie tylko na nowe kierunki w rozwoju badań naukowych, ale także ich aplikacji.

Prof. zw. dr hab. Bogdan Nogalski
Uniwersytet Gdański

Wyższa Szkoła Administracji i Biznesu w Gdyni