

Gabriela Łukasik

WPŁYW ROZWOJU RYNKU KAPITAŁOWEGO NA WYBORY WSPÓŁCZESNEGO PRZEDSIĘBIORSTWA

1. Wstęp

Rozwój rynku kapitałowego, wprowadzenie nowych i coraz bardziej złożonych instrumentów oraz nowych reguł działania wymaga doboru odpowiednich strategii finansowania, wykorzystujących szanse, jakie stwarzają współczesne rynki finansowe, a także możliwości ograniczenia zagrożeń. Strategie te powinny również uwzględniać specyficzne cechy i warunki działania przedsiębiorstwa, jego zasoby i umiejętności, które decydują nie tylko o potrzebach kapitałowych przedsiębiorstwa, ale też o sposobach pozyskiwania kapitału oraz swobodzie decyzyjnej w tym zakresie. Nowe warunki działania przedsiębiorstw stwarzają także procesy globalizacji, pogłębiający się kryzys ekonomiczny, krytyczne podejście do tradycyjnych teorii przedsiębiorstwa. Współczesne przedsiębiorstwa działające w warunkach rozwoju rynków finansowych, zwiększonego ryzyka i niepewności muszą uwzględnić dokonujące się zmiany w nowym podejściu do zarządzania finansami. Stawia to przedsiębiorstwo przed nowymi problemami decyzyjnymi. Dotyczy to nie tylko wyboru konkurencyjnych źródeł, form i instrumentów pozyskiwania kapitału oraz jego alokacji, ale też zmian koncepcji działań w ramach realizowanych strategii finansowych, gdy rynek praktycznie weryfikuje wybory podmiotów gospodarczych. Powinny one zmierzać do poprawy pozycji przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym i wyborów takich kierunków działania, które pozwolą wykorzystać szanse alokacyjne, jakie stwarza rynek.

W pracy uwzględniono główne zagadnienia związane z problemami decyzyjnymi współczesnego przedsiębiorstwa działającego w zmieniającym się otoczeniu rynkowym i w warunkach konfliktowych oczekiwań różnych uczestników rynku.

2. Cele i obszary decyzyjne współczesnego przedsiębiorstwa działającego na rynku kapitałowym

W strukturze współczesnego przedsiębiorstwa, związanej z jego działalnością na rynku kapitałowym, można wyróżnić trzy główne obszary wyborów, czyli decyzje, związane z:

- 1) pozyskaniem kapitału i kształtowaniem struktury kapitału,
- 2) alokacją kapitału, efektywnym jego wykorzystaniem wpływającym między innymi na zakres i sposób kapitałowego powiązania z innymi podmiotami rynku,
- 3) zarządzaniem ryzykiem i wykorzystaniem instrumentów rynku kapitałowego zarówno do ograniczenia negatywnych jego konsekwencji, jak i do zwiększenia wartości przedsiębiorstwa, przez świadome wchodzenie w ryzykowne transakcje.

Pierwsza grupa decyzji wiąże się z wyborem struktury pozyskiwanego kapitału, jego optymalizacją i ograniczeniem kosztu kapitału. W tym obszarze przejawia się konkurencyjność sektora bankowego wobec rynku papierów wartościowych. Druga grupa decyzji związana jest z wyborem kierunku alokacji kapitału z uwzględnieniem oczekiwanej stopy zwrotu i akceptowanego poziomu ryzyka. Trzeci z wyróżnionych obszarów decyzyjnych pozwala na elastyczne działanie przedsiębiorstwa i wymaga szczególnego wyróżnienia w powiązaniu z cechami współczesnych przedsiębiorstw. W każdym z wymienionych obszarów decyzyjnych występuje konieczność dostosowania wyborów do zmian związanych z rozwojem rynku kapitałowego.

Współczesne przedsiębiorstwa wykorzystujące mechanizmy rynku kapitałowego w swoich decyzjach i działaniach cechuje:

- wyróżnienie kategorii wartości w strukturze celów działania (ukierunkowanie na wartość),
- działanie w warunkach ryzyka i niepewności,
- konieczność podejmowania procesów adaptacyjnych do zmieniających się warunków otoczenia,
- uwzględnienie w dokonywanych wyborach konfliktu interesów różnych uczestników rynku.

W teorii finansów przedsiębiorstwa wiele miejsca poświęca się próbie zdefiniowania głównego celu jego działalności. Koncepcje teoretyczne zwracają uwagę na różne aspekty działalności przedsiębiorstwa, poszukując najlepszego kryterium decyzyjnego. Dyskusyjny jest wybór kategorii dającej możliwość zobiektywizowanego kryterium wyboru i oceny przedsiębiorstwa pozwalającego równocześnie na ocenę różnych wariantów działania o różnym poziomie ryzyka i zakresie czasowym z jednoczesną rynkową wyceną aktywów i ich zdolności do przynoszenia korzyści ekonomicznych.

Neoklasyczna teoria przedsiębiorstwa przyjmuje maksymalizację zysku za główny cel działania (utożsamianego z zyskiem księgowym), ustalaną zgodnie z zasadami rachunkowości [Blaug 1995, s. 335 i n.]. Teorie menedżerskie wyróżniają maksymalizację bogactwa właścicieli (interesów właścicieli), którzy, inwestując środki w działalność przedsiębiorstwa, rezygnują z bieżącej konsumpcji. W tym rozumieniu maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa stanowi podstawowy cel jego działalności. Teorie finansów behawioralnych, oparte na społecznym modelu przedsiębiorstwa (społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa), zwracają uwagę na realizację celów różnych grup interesów (interesariuszy) korzystających z niezakończoności funkcjonowania przedsiębiorstwa w zmieniającym się otoczeniu.

Nie rozwijając szerzej zagadnienia, można uznać, że koncepcje kreowania wartości dla właścicieli i tworzenia wartości dla interesariuszy nie są teoriami konkurencyjnymi, ale komplementarnymi [Noga 2007; Gruszecki 2002]. Cele przedsiębiorstwa powinny więc uwzględniać jego zdolność do:

- spełnienia oczekiwań finansowych aktualnych kapitałodawców (zabezpieczenia oczekiwanej stopy zwrotu) w dłuższym okresie,
- zabezpieczenia rozwoju i wymaganego poziomu samofinansowania,
- utrzymania zdolności do pozyskiwania dodatkowych funduszy zewnętrznych, tj. wiarygodności wobec potencjalnych inwestorów.

Dyskusyjny jest sposób rozumienia kategorii wartości w aspekcie wartości ekonomicznej i rynkowej. Nie ulega wątpliwości, że tradycyjne podejście majątkowe uwzględniające wartość księgową (księgową wartość kapitału własnego) nie jest wystarczające do oceny procesów rozwojowych. Ekonomiczna wartość przedsiębiorstwa w rozumieniu ekonomicznej wartości dodanej (EVA) jest oszacowaniem rzeczywistego zysku ekonomicznego w danym roku i różni się znacznie od bilansowych miar zyskowności. Wskazuje na rzeczywistą siłę ekonomiczną przedsiębiorstwa decydującą o jego zdolności do generowania dochodu dla właścicieli i będącą konsekwencją wyborów w zakresie struktury pozyskiwanego kapitału oraz efektywności i ryzyka związanych z jego alokacją. Jest to więc koncepcja uwzględniająca zdolność aktywów do dostarczenia strumieni wolnych przepływów pieniężnych ich posiadaczom.

W literaturze wymienia się trzy podstawowe warunki kreowania wartości [Weston i Copeland 1992, s. 704]:

- zwrot z zainwestowanego kapitału (ROIC) musi przewyższać średnioważony koszt kapitału (WACC),
- rozmiar inwestycji powinien być na tyle znaczący, aby przyrost wartości był odczuwalny,
- okres utrzymywania przewagi konkurencyjnej na rynku powinien być na tyle długi, aby umożliwić realizację w długim okresie ponadprzeciętnych zwrotów z inwestycji.

Działalność przedsiębiorstwa na współczesnych rynkach finansowych wymaga wyróżnienia i uwzględnienia w procesach decyzyjnych problemów związanych z wyborami w warunkach zwiększonego ryzyka i dotyczącymi tego sytuacjami ryzykownymi. Można co prawda uznać, że ryzyko towarzyszy każdej działalności gospodarczej, ale w nowych warunkach działania wymaga szczególnego podkreślenia. Dotyczy to zarówno zwiększonego ryzyka systematycznego związanego z otoczeniem i zmianą jego parametrów (w tym parametrów finansowych), jak i ryzyka niesystematycznego (specyficznego). Dodatkowo powinno się uwzględnić specyficzne ryzyko konkretnych procesów inwestycyjnych.

Miejsce ryzyka w finansach przedsiębiorstw można rozpatrywać jako [Łukasik 2010, s. 18]:

- wybór akceptowanego poziomu ryzyka i wynikającej z tego postawy wobec ryzyka (aktywnej lub pasywnej), z możliwością zwiększenia ekspozycji na ryzyko (*upside risk*);
- wybór działań zmniejszających stopień wrażliwości przedsiębiorstwa na niepewność i wynikające z tego zagrożenia przez określony system ochrony, z równoczesnym wskazaniem, który obszar działalności obciążony jest największym ryzykiem;
- wybór optymalnego dla danego podmiotu poziomu równowagi między osiąganym dochodem a akceptowanym ryzykiem; jest to zgodne z tezą, że zarządzanie ryzykiem nie polega na jego unikaniu, ale oznacza również szacowanie ryzyka i zapewnienie równowagi między ryzykiem a korzyściami finansowymi;
- uznanie ryzyka nie tylko jako zagrożenia, ale i szansy, zgodnie z teorią aktywnego podejścia do ryzyka.

Należy również postawić pytanie, czy kapitałodawca powinien być jedynie „dawcą kapitału”, czy też przejąć część ryzyka i odpowiedzialności za zdolność płatniczą kapitałobiorcy, z założeniem aktywnego udziału w całym procesie finansowania. Jest to związane z różną skłonnością do podejmowania ryzyka (różną awersją do ryzyka), ceną, którą jest on skłonny zapłacić za ryzyko w odniesieniu do akceptowanej funkcji użyteczności. W procesie finansowania ryzyka ważne jest zarówno faktyczne pozyskiwanie kapitału w sytuacjach ryzykownych, jak i finansowanie strat, z możliwością wyboru różnych sposobów ograniczenia

jego skutków (m.in. ubezpieczenia, transakcje terminowe, zabezpieczenia rzeczowe) [Williams, Smith i Young 2002, s. 210–222].

3. Konflikty interesów uczestników rynku kapitałowego i ich wpływ na wybory przedsiębiorstwa

Szanse i możliwości pozyskania kapitału na rynku kapitałowym oraz efektywne lokaty wolnych środków finansowych wymagają uwzględnienia motywacji i strategii działania inwestorów, kojarzenia interesów podmiotów pozyskujących i lokujących kapitał. Dotyczy to w szczególności rynku papierów wartościowych, gdzie występuje grupa rozproszonych kapitałodawców. Emitent może swoim przyszłym właścicielom jedynie „sprzedać przyszłość”, ich motywacje i preferencje indywidualne będą decydowały o sposobie lokaty kapitału. W związku z tym istotne są pytania, czy można przewidzieć zachowania inwestorów, czy suma indywidualnych ocen i oczekiwań pozwala na wysuwanie ogólnych prawidłowości na rynku kapitałowym.

Konflikty interesów są cechą behawioralnego podejścia do przedsiębiorstwa i inwestorów, uwzględniającego złożoność i nierzadko sprzeczność zachowań różnych grup interesariuszy. Interesariusze to wszystkie podmioty, które mogą oddziaływać lub być pod wpływem oddziaływania przedsiębiorstwa, z różnymi oczekiwaniami wobec przedsiębiorstwa, z różną siłą przetargową, co odpowiada społecznej odpowiedzialności podmiotu [Freeman 1984]. Ograniczenie skutków konfliktu interesów decyduje o harmonijnym rozwoju i postawie społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa. Nie zawsze bowiem właściciel może właściwie ocenić potrzeby rozwojowe przedsiębiorstwa, kierunki rozwoju, a tym samym wyznaczyć nadrzędność interesów podmiotów gospodarczych wobec indywidualnych oczekiwań, rozpatrywanych w kategoriach bieżących korzyści. Ponadto obiektywne czynniki decydujące o konieczności rozwoju i związanego z tym ryzyka nie zawsze będą akceptowane przez wszystkie grupy interesów.

Do głównych przesłanek powstania konfliktu interesów w procesie wyboru i realizacji strategii można zaliczyć [Łukasik 2006]:

- zróżnicowany dostęp do informacji i związana z tym asymetrię informacji,
- oddzielenie własności od funkcji zarządzania i związany z tym problem agencji i kosztów agencji,
- różny poziom akceptowanego ryzyka przez różne grupy interesów (różna skłonność do ryzyka),
- behawioralne mechanizmy zakłócające racjonalne postępowanie uczestników rynku i racjonalną wycenę aktywów,

– występowanie pierwszorzędnych i drugorzędnych grup interesów, z wyróżnieniem inwestorów strategicznych, którzy kontrolując przedsiębiorstwo, operują nie tylko swoim kapitałem, ale i zasobami inwestorów mniejszościowych.

Asymetria informacji jest ważnym problemem decydującym o wyborach różnych grup interesów. Zarządzający ma z reguły więcej informacji o potencjalnych dochodach oraz ryzyku związanym np. z projektami inwestycyjnymi niż kapitałodawcy [Mesjasz 1999; Stradomski 2004].

Zaostrzenie problemów negatywnej selekcji i ryzyka nadużycia (hazardu moralnego) oraz spadek informacyjnej zdolności rynku mogą decydować o ograniczeniu aktywności gospodarczej przedsiębiorstwa i zakresu podejmowanych przedsięwzięć rozwojowych [Mishkin 2002, s. 279]. Niedoskonałości rynkowe sprawiają, że nie we wszystkich segmentach rynku finansowego występuje ten sam stopień efektywności alokacyjnej. Ogranicza to dostępność kapitału dla różnych przedsiębiorstw na różnych etapach ich rozwoju, powodując występowanie luki w systemie zasilania kapitałowego (luka kapitału własnego, luka w dostępie do kapitału pożyczkowego, głównie kredytu). Inny może być dostęp do informacji rozproszonych inwestorów w stosunku do inwestorów instytucjonalnych. Ci ostatni mają większe możliwości i szanse wykorzystania oraz oceny informacji i ponoszenia kosztów z tym związanych. Dotyczy to również sytuacji, gdy kapitałodawca nie jest w stanie ocenić szans powodzenia projektów inwestycyjnych będących przedmiotem finansowania, co jest szczególnie istotne w procesach rozwojowych, gdyż pożyczkodawcy będą niechętnie angażować środki finansowe w ryzykowne przedsięwzięcia. Asymetria informacji umożliwia również ukrycie nieefektywnych decyzji finansowych, ograniczających ocenę rzeczywistego poziomu ryzyka.

Ważną rolę spełnia teoria agencji związana z konfliktem interesów między zarządem a właścicielami jako konsekwencji rozdzielenia funkcji własności i zarządzania, a tym samym nierzadko braku pełnej identyfikacji zarządu z ekonomicznym interesem właściciela [Copelan, Weston i Shastri 2005, s. 449–456]. Może to różnicować oczekiwania odnośnie do preferowanego ryzyka podejmowanych inwestycji, poziomu dźwigni finansowej, horyzontu czasowego i zakresu realizowanych przedsięwzięć, źródła finansowania kapitału i kierunku jego alokacji. Konsekwencją konfliktu interesów w tej płaszczyźnie może być wybór strategii działania nieodpowiadającej faktycznym oczekiwaniom właścicieli. Dotyczy to np. preferowania w większym stopniu strategii przetrwania wobec strategii rozwoju. Zarządzający, działając we własnym interesie, nie zawsze identyfikuje się z ekonomicznym interesem akcjonariuszy. Różna może być także skłonność zarządzających do zmiany bezpiecznych zachowań na postawy bardziej agresywne, ukierunkowane na wzrost korzyści finansowych, np. przez akceptację ryzyka związanego z zaangażowaniem kapitału pożyczkowego. Może to również

powodować rezygnację z realizacji inwestycji o dodatnim NPV, które wymagałyby rozszerzenia zadłużenia.

Dla ograniczenia konfliktu interesów w płaszczyźnie właściciel–zarząd niezbędna jest kontrola działań zarządzających oraz wyznaczenie klarownych (racjonalnych) zasad zarządzania w ramach realizacji polityki ładu korporacyjnego. Przestrzeganie ładu korporacyjnego można traktować jako warunek prawidłowego rozwoju, co decyduje o tym, że ryzyko i odpowiedzialność są podzielone między różne podmioty związane z przedsiębiorstwem.

Istnieje możliwość wystąpienia rozbieżności w zakresie wyboru struktury i instrumentów pozyskiwania kapitału niedostosowanych do rzeczywistych warunków działania przedsiębiorstwa (szczególnie w grupie podmiotów gospodarczych o wysokim ryzyku operacyjnym) oraz nieefektywnego podziału ryzyka pomiędzy różnych kapitałodawców. Przyczynia się to do nieprawidłowej selekcji realizowanych (przyjętych) projektów inwestycyjnych jako konsekwencji niewłaściwej oceny i szacowania kosztu kapitału wyznaczającego kierunek alokacji pozyskiwanych środków. Z drugiej strony możliwa jest realizacja inwestycji, które w rzeczywistości mogą uzyskiwać ujemną wartość netto. Nie pozostaje to bez wpływu na realną (rzeczywistą) możliwość spełnienia przez przedsiębiorstwo oczekiwań inwestorów w stosunku do faktycznie uzyskiwanych przepływów pieniężnych jako konsekwencji rozbieżności między oczekiwaniami kapitałodawcy a faktycznym sposobem wykorzystania kapitału. Jest to również problem substytucji aktywów, zmiany klasy ich ryzyka, która w większym stopniu obciąża wierzycieli i doprowadzi do „rozwodnienia” ich ewentualnych roszczeń.

Konflikty między akcjonariuszami a wierzycielami dotyczą także wyboru projektów o różnym rozkładzie ryzyka i różnej wewnętrznej stopie zwrotu. W rzeczywistości to właściciele decydują o kierunku alokacji kapitału, dysponując również kapitałem pożyczkodawców, którzy nie mają możliwości wpływu na zarządzanie aktywami. Im wyższy jest więc udział długu w strukturze kapitału finansującego procesy rozwojowe, w tym szerszym zakresie akcjonariusze decydują o kierunku alokacji środków niewniesionych przez nich. Pozwala to również na wykorzystanie długu do redukcji kosztów agencji, co wymaga jednak uwzględnienia kosztów transakcyjnych, pojawiających się w relacjach między wierzycielami a przedsiębiorstwem jako dłużnikiem.

Konflikt interesów różnych grup zaangażowanych w procesy rozwoju i wybór strategii ich finansowania może decydować o:

- poziomie przyjętej dźwigni finansowej, niedostosowanej do ryzyka operacyjnego i faktycznej zdolności pożyczkowej przedsiębiorstwa (przekroczenie poziomu zadłużenia ponad krańcową zdolność pożyczkobiórcy),
- rezygnacji z pozytywnego wykorzystania efektu dźwigni finansowej pomimo spełnienia obiektywnych warunków do wzrostu zadłużenia,

- niewłaściwej substytucji aktywów, zastępowaniu aktywów bezpiecznych aktywami bardziej ryzykownymi,
- przyjęciu niewłaściwej struktury terminowej wymagalności zobowiązań i związanego z tym ryzyka utraty płynności finansowej,
- wyemitowaniu akcji przez przedsiębiorstwo z niekorzystnymi perspektywami w celu przyciągnięcia inwestorów i podzielenia się z nimi stratami,
- emisji obligacji pomimo niekorzystnych prognoz w zakresie koniunktury rynkowej,
- wykorzystaniu wolnych przepływów pieniężnych (*cash flow*) niezgodnie z interesem kapitałodawców.

Konflikty interesów mogą dotyczyć wyborów w obszarze alokacji kapitału, powodując niedoinwestowanie, przeinwestowanie, różną czasową strukturę inwestycji czy też niewłaściwy dobór parametrów i metod oceny efektywności (niewłaściwa ocena przepływów pieniężnych, szacunku kosztu kapitału). Rozwój rynku kapitałowego zwiększa jednak presję na zarządy spółek, aby podejmowały skuteczne działania, decydujące w dłuższej perspektywie o wzroście cen akcji i stopy zwrotu realizowanej przez właścicieli.

4. Rozwój rynku kapitałowego a problem doboru struktury kapitału

Struktura kapitału pozostaje w centrum zainteresowania teoretyków i praktyków od wielu lat. Poszukiwania najlepszych źródeł finansowania, najbardziej efektywnych możliwości inwestowania to – jak już zaznaczono – podstawowe decyzje przedsiębiorstwa o wielokierunkowym oddziaływaniu na jego pozycję na rynku finansowym.

Dokonując wyboru struktury kapitału, należy uwzględnić następujące elementy:

- warunki dostępu do kapitału, zróżnicowane wymagania informacyjne, stopień wiarygodności finansowej, ewentualne nakłady kapitału własnego,
- koszt pozyskania kapitału, koszty wejścia na określony segment rynku i utrzymania na nim swojej pozycji,
- możliwość indywidualnego kształtowania struktury kapitału w zależności od specyfiki konkretnego przedsiębiorstwa i jego ryzyka (głównie operacyjnego),
- wpływ struktury kapitału na stosunki własnościowe w przedsiębiorstwie, w tym: stopień rozproszenia i koncentracji ośrodków decyzyjnych, zagrożenia dla aktualnych właścicieli,
- konflikty interesów między właścicielami a wierzycielami oraz właścicielami a zarządem (problem kosztów agencji).

Rynek kapitałowy nie ma charakteru jednorodnego. Poznanie jego struktury i mechanizmu wymaga uwzględnienia głównych segmentów rynku rozpatrywanych z różnych punktów widzenia i w różny sposób wykorzystywanych w wyborach przedsiębiorstwa. Z jednej strony występuje ścisła zależność i powiązanie między segmentami, z drugiej zaś można mówić o ich konkurencyjności, co pozwala na dywersyfikację źródeł pozyskiwania kapitału, lepszą i bardziej efektywną alokację zasobów kapitałowych.

Jeżeli chodzi o wybory przedsiębiorstwa, istotne jest również wyróżnienie globalnego rynku kapitałowego i dokonujących się na nim zmian. Międzynarodowy rynek kapitału długoterminowego wiąże się zarówno z lokowaniem papierów wartościowych na rynkach zagranicznych dla emitentów o wysokim standingu finansowym, możliwością dywersyfikacji lokat kapitałowych, jak i ze swobodnym przepływem kapitału zagranicznego na polski rynek papierów wartościowych. Motywy pozyskiwania kapitału na rynku międzynarodowym mogą być różne. Ważna jest możliwość poszukiwania tańszego kapitału o łatwiejszych warunkach dostępu, rozszerzenie działalności poza rynek wewnętrzny czy też przyszłe korzyści z tytułu pozytywnej oceny rynkowej podmiotu w skali międzynarodowej. Nie bez znaczenia jest także możliwość wykorzystania instrumentów o bardziej skomplikowanej konstrukcji na rozwiniętych rynkach finansowych oraz uzyskanie dużej wartości środków finansowych przekraczających możliwości lokalnych rynków. Podkreślić należy jednak dodatkowe zagrożenie związane z ryzykiem kursowym, trudnościami w ocenie ryzyka finansowego, dodatkowe koszty wejścia na określone segmenty rynku globalnego oraz możliwości wpływu inwestorów zagranicznych na kierunki działania przedsiębiorstwa.

Problem wyboru różnych instrumentów pozyskiwania kapitału w różnych segmentach rynku jest szeroki, wykraczający poza ramy niniejszego artykułu. Należy jednak wyróżnić główne problemy decyzyjne w tym obszarze współczesnych przedsiębiorstw, do których należą:

- konkurencyjność modelu bezpośredniego i pośredniego finansowania na rynku kapitału pożyczkowego,
- wybór rodzaju pożyczkowych papierów wartościowych o różnych warunkach dostępu do kapitału, różnym zabezpieczeniu i sposobie realizacji zobowiązania wobec pożyczkodawców,
- przesłanki i konsekwencje wykorzystania złożonych (hybrydowych) papierów dłużnych,
- szanse i zagrożenia rynkowego pozyskiwania kapitału własnego,
- wybór struktury własnościowej podmiotu gospodarczego i formy subskrypcji akcji,
- zabezpieczenie właściwych relacji inwestorskich i nadzoru korporacyjnego (właścicielskiego).

W strategiach finansowania rozwoju ważną rolę odgrywają dwa modele pozyskiwania kapitału pożyczkowego: finansowania bezpośredniego i pośredniego, z różnym wykorzystaniem instrumentów bankowych oraz praw i zasad rynku kapitału pożyczkowego. W sektorze bankowym, który ciągle jest dominującym miejscem pozyskiwania kapitału na cele rozwojowe, systemowe ograniczenia, w tym szczególnie założenia tzw. nowej umowy kapitałowej, mogą utrudnić dostęp do kapitału, przede wszystkim we wczesnych fazach rozwoju, co zwiększa znaczenie rynku kapitałowego i możliwości wykorzystania złożonych instrumentów finansowych, głównie o charakterze hybrydowym. Daje to szansę zabezpieczenia się przed ujemnymi konsekwencjami ryzyka, zwiększa elastyczność działania emitentów i inwestorów, stosownie do zmian wewnętrznych i zewnętrznych warunków działania. Dalszy rozwój rynku kapitałowego spowoduje, że stanie się on w przyszłości konkurencyjny wobec sektora bankowego, zastępując tradycyjny kredyt bankowy bardziej złożonymi, innowacyjnymi instrumentami rynkowymi, łączącymi klasyczne pożyczkowe papiery wartościowe z innymi walorami i prawami (prawo zamiany, opcje, warrandy). Większe mogą być również możliwości dywersyfikacji źródeł pozyskiwania kapitału pożyczkowego oraz szanse pozyskania kapitału na rynkach globalnych, ze świadomością dodatkowych korzyści z tym związanych, ale i dodatkowych elementów ryzyka.

Rozwój rynku kapitałowego umożliwia szersze wykorzystanie w finansowaniu emisji pożyczkowych papierów wartościowych. Jest to szczególnie istotne w sytuacji, gdy realizowane przedsięwzięcia wymagają znacznych nakładów kapitałowych, zaangażowania kapitału w dłuższym okresie i przesunięcia w czasie terminu spłaty pożyczki. Tradycyjne formy obligacji obejmują głównie obligacje kuponowe (zwykle), gdzie głównym źródłem dochodu dla inwestora są płatności odsetkowe według stałej lub zmiennej stopy procentowej. Nowe jakościowo instrumenty na rynku kapitału pożyczkowego pozwalają łączyć zalety finansowania za pomocą długu z przesuniętą w czasie emisją akcji lub z innymi instrumentami (np. pochodnymi). Jest to równocześnie odpowiedź na zmienność parametrów rynku oraz zwiększone ryzyko inwestycyjne przedsiębiorstwa podejmującego rozwojowe (bardziej ryzykowne) przedsięwzięcia, decydujące o trudnościach w prognozowaniu przyszłych przepływów pieniężnych.

Hybrydowe instrumenty zapewniają:

- zabezpieczenie przed ujemnymi konsekwencjami ryzyka i niepewności,
- większą elastyczność działania, reagowanie na zmiany sytuacji rynkowej i wiarygodność emitenta,
- zmianę pozycji wobec emitenta w warunkach zmian sposobu i efektywności realizowanych przedsięwzięć rozwojowych,
- zajęcie bezpieczniejszej pozycji przez emitentów w zależności od oceny wewnętrznych i zewnętrznych warunków działania,

- zwiększenie atrakcyjności instrumentu finansowego na rynku kapitałowym,
- zabezpieczenie interesów wierzycieli przed dodatkowymi elementami ryzyka (o charakterze wewnętrznym i zewnętrznym),
- ograniczenie niepewności co do możliwości pozyskania kapitału w przyszłości, głównie dla projektów inwestycyjnych, których realizacja zależy od przyszłych zdarzeń o rezultatach trudnych do prognozowania (głównie dla przedsiębiorstw innowacyjnych).

Instrumenty te wpływają na ograniczenie luki kapitałowej w sytuacji trudności w pozyskaniu innych źródeł finansowania, co nie jest bez znaczenia dla innowacyjnych przedsiębiorstw, szczególnie we wczesnych etapach rozwoju. Z jednej strony hybrydowe instrumenty można traktować jako narzędzie zarządzania ryzykiem, z drugiej zaś wykorzystuje się pozytywne skutki zmienności parametrów rynku i przyszłej rynkowej wyceny przedsiębiorstw. Równocześnie instrumenty te umożliwiają przeniesienie części ryzyka rynkowego na wierzycieli. Rozszerzają również obszary rynku, na którym można pozyskać kapitał, zwiększają płynność rynku i stwarzają inwestorom szersze możliwości inwestycyjne. Dla inwestora jest to bowiem szansa przyjęcia bezpiecznej pozycji na rynku finansowym, szczególnie wobec trudności w ocenie ryzyka inwestycyjnego i pewności co do kierunku rozwoju sytuacji rynkowej. Dla emitenta stanowi jednak ryzyko nie zawsze korzystnej zmiany struktury własnościowej i dzielenia się w przyszłości wolnymi przepływami pieniężnymi. Instrumenty hybrydowe są często wykorzystywane do ochrony przed utratą kontroli nad przedsiębiorstwem ze strony dotychczasowych właścicieli, którzy realizując innowacyjne projekty, mogą mieć obawy przed przejściem korzyści przez nowych właścicieli. Stwarzają dodatkowe ryzyko nie tylko w rozumieniu podejmowania zbyt ryzykownych inwestycji, ale i nadmiernego zwiększenia zadłużenia.

W strategii finansowania rozwoju przedsiębiorstw ważną rolę odgrywają decyzje dotyczące sposobu rozszerzenia bazy kapitałowej przez emisję akcji. Mają one wpływ na zwiększenie wiarygodności i pozycji przedsiębiorstwa na rynku finansowym oraz bezpieczeństwa wierzycieli i właścicieli. Przedsiębiorstwo, podejmując decyzje o wzroście kapitału własnego, analizuje szanse i zagrożenia z tym związane, uwzględniając m.in.: koszt pozyskiwanego kapitału, zmiany struktury kapitału, wzrost wiarygodności na rynku, niezależność ekonomiczną, zmianę struktury własnościowej.

Podjęcie decyzji o emisji akcji i rozszerzeniu bazy kapitałowej spółki wymaga uwzględnienia wielu przesłanek decydujących o szansach pozyskania kapitału na rynku finansowym i występujących zagrożeniach. Istotnym motywem decydującym o emisji akcji może być korzystny układ rynkowy oraz koniunktura na rynku kapitałowym. Wysokie notowania akcji dają szansę uzyskania wysokich kursów akcji, gwarantując popyt na te papiery wartościowe. Niższy koszt kapi-

tału umożliwia w tym przypadku realizację przedsięwzięć o stosunkowo niższym progu minimalnej efektywności. Z drugiej strony należy ocenić realność utrzymywania w przyszłości pozytywnych tendencji rynkowych oraz rzeczywiste potrzeby kapitałowe, wynikające z założeń podejmowanych przedsięwzięć rozwojowych. Powodzenie emisji wymaga więc przygotowania strategii uwzględniającej wewnętrzne potrzeby przedsiębiorstw, programy rozwoju, sytuację rynkową oraz interesy dotychczasowych akcjonariuszy. Decyzja o pozyskaniu kapitału przez emisję akcji jest wyborem między interesem spółki, interesem i preferencjami akcjonariuszy, z uwzględnieniem parametrów i sytuacji rynkowej.

Wybór struktury własnościowej spółki jest uzależniony od doboru różnych grup inwestorów realizujących własne cele i preferencje, stanowiących krąg oznaczonych lub nieoznaczonych (anonimowych) właścicieli i konieczność ochrony interesów dotychczasowych akcjonariuszy. Wiąże się z tym również stopień rozproszenia lub koncentracji ośrodków decyzyjnych w przedsiębiorstwie i możliwości kontroli ich działalności. Powstaje jednak pytanie, w jakim stopniu nowe emisje akcji mają na celu podmiotową zmianę kontroli nad istniejącymi aktywami, a w jakim – pozyskanie kapitału w celu zwiększenia aktywów przedsiębiorstwa. W pierwszym przypadku koszt kapitału pozyskanego i oczekiwana stopa zwrotu mogą być drugorzędne. Inwestorzy będą nabywać akcje nawet z założeniem relatywnie wysokiej ceny w stosunku do wartości spółki, w drugim koszt kapitału wyznaczy kierunek alokacji pozyskanych środków. Jest to szczególnie ważne w realizowanych procesach rozwojowych, w których inwestorzy nabywający tytuły własnościowe, oczekując przyszłych korzyści, mogą akceptować nie tylko niższe stopy zwrotu, ale też ewentualne straty kapitałowe w pierwszych okresach realizacji procesów rozwojowych.

Wybór struktury własnościowej z ustaleniem stopnia koncentracji lub rozproszenia ośrodków decyzyjnych wiąże się z problemem optymalnej struktury własnościowej. Optymalna struktura własnościowa powstaje w punkcie równowagi, który zapewnia optymalny stopień rozproszenia własności i w którym koszty agencji są najniższe. Jest to również problem wyboru i powiązania optymalnej struktury własnościowej ze wzrostem wartości rynkowej, z uwzględnieniem zabezpieczenia efektywnego nadzoru właścicielskiego i ładu korporacyjnego.

W warunkach publicznej emisji akcji szczególnie akcentuje się problem nie tylko rozproszenia struktury własnościowej, ale też oddzielenia zarządu od właścicieli i potencjalnych inwestorów. Właściciel (akcjonariusz) nie uczestniczy bezpośrednio w zarządzaniu podmiotem, którego jest współwłaścicielem, nie ma też bezpośrednich powiązań z innymi akcjonariuszami, a ich wspólny interes sprowadza się do wzrostu cen akcji, z równoczesnym założeniem ograniczonej odpowiedzialności za wybór i związane z tym ryzyko. Pogłębia to negatywne konsekwencje asymetrii informacji i teorii agencji dotyczące ryzyka nieskutecznej emisji akcji w momencie ich wprowadzenia na rynek, a także kształtowania relacji

po emisji, gwarantujących prawidłowe funkcjonowanie przedsiębiorstw (a nawet całego systemu gospodarczego) na rynku, z szansą wzrostu ich wartości rynkowej. Nowe relacje inwestorskie nabierają szczególnego znaczenia w warunkach realizacji procesów rozwojowych, dokonujących się zmian strukturalnych, zwiększonego ryzyka podejmowanych transakcji i związanych z tym oczekiwań dotyczących pełnej akceptacji przez rynek konsekwencji podjętych działań. Jest to również jeden z elementów decydujących o powodzeniu emisji akcji. Rola relacji inwestorskich wzrasta bowiem wraz z rozwojem rynków kapitałowych i gotowością spółek do pozyskiwania kapitału własnego na zorganizowanych rynkach. Relacje inwestorskie stanowią element zarządzania strategicznego, dotyczący zarówno zagadnień finansowych, jak i komunikacji oraz marketingu, z długoterminowym zabezpieczeniem właściwego kształtowania kontaktów między rynkowo zorientowanymi przedsiębiorstwami a uczestnikami rynku finansowego.

5. Zakończenie

Rozwój rynku kapitałowego daje nowe możliwości współczesnym przedsiębiorstwom w zakresie wyboru instrumentów pozyskiwania i alokacji kapitału zarówno na rynku krajowym, jak i międzynarodowym. Wymaga to podejmowania działań dostosowawczych do zmian wewnętrznych i zewnętrznych warunków działania, jak też aktywnego wykorzystania szans, jakie stwarza rynek finansowy, z akceptacją wyższego poziomu ryzyka i umiejętną antycypacją zmian zachodzących w otoczeniu. Wskazuje to na złożoność współczesnego przedsiębiorstwa, konieczność nowego podejścia do oceny jego zachowań i motywacji działań z uwzględnieniem możliwości, jakie dają dynamicznie rozwijające się rynki finansowe i nowe, bardziej złożone instrumenty finansowe.

Literatura

- Blaug M. [1995], *Metodologia ekonomii*, PWN, Warszawa.
- Copelan T.E., Weston I.F., Shastri K. [2005], *Financial Theory and Corporate Policy*, Pearson Education, Boston, New York.
- Freeman R.E. [1984], *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston Pitman Publishing, Boston.
- Gruszecki T. [2002], *Współczesna teoria przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa.
- Łukasik G. [2006], *Konflikty interesów uczestników rynku kapitałowego i ich wpływ na wybory przedsiębiorstwa* [w:] *Rynki finansowe*, red. H. Mamcarz, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin.

- Łukasik G. [2010], *Strategie finansowania rozwoju współczesnych przedsiębiorstw*, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katowice.
- Mesjasz C. [2004], *Koszty transakcji i asymetria informacji jako przyczyny powstania instytucji pośrednictwa finansowego*, „Bank i Kredyt” 1999, nr 3.
- Mishkin F.S. [2002], *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, PWN, Warszawa.
- Noga A. [2007], *Teorie przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa.
- Stradomski M. [2004], *Zarządzanie strukturą zadłużenia przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Weston J.F., Copeland T.E. [1992], *Managerial Finance*, The Dryden Press, Fourth Worth.
- Williams C.A., Smith M.L., Young P.C. [2002], *Zarządzanie ryzykiem a ubezpieczenia*, PWN, Warszawa.