

Jerzy Różański

Uniwersytet Łódzki

FINANSOWANIE A AUTONOMIA DECYZYJNA PRZEDSIĘBIORSTWA

1. Wstęp

Jednym z problemów, które wciąż w niewystarczający sposób są prezentowane i rozwiązywane w literaturze poświęconej finansowaniu przedsiębiorstwa, jest problem wpływu, jaki wywiera dobór źródeł finansowania przedsiębiorstwa na decyzje podejmowane w tym przedsiębiorstwie, zwłaszcza decyzje inwestycyjne.

Na strukturę finansowania tradycyjnie patrzy się z punktu widzenia bezpiecznych relacji między kapitałem własnym i kapitałem obcym, minimalizacji średnioważonego kosztu kapitałowego czy też problemu tarczy podatkowej. Tymczasem dobór źródeł finansowania ma bardzo duży wpływ nie tylko na finansowe, ale i pozafinansowe aspekty działania przedsiębiorstwa.

A. Rutkowski [Rutkowski 1989, s. 163] wymienia kryteria skłaniające do wyboru określonego źródła finansowania:

- dostępność,
- koszty (jego pozyskania – J.R.),
- elastyczność,
- efekt dźwigni finansowej,
- ryzyko obsługi.

Zauważa też, że określone źródło finansowania może okazać się korzystniejsze dla przedsiębiorstwa (lub nie) w zależności od wielkości sprzedaży i realizowanych zysków.

Z kolei, analizując źródła finansowania głównie z punktu widzenia relacji między kapitałami własnymi i obcymi, inni autorzy [Dobbins, Frąckowiak, Witt 1992, s. 133-135] dochodzą do wniosku, że istotnymi czynnikami, które należy brać pod uwagę przy doborze źródeł finansowania, są m.in.:

- poziom i zmienność przychodów (również w relacji do innych firm z branży),

- możliwość załamania finansowego przedsiębiorstwa, jak i pojawienia się nadzwyczajnych szans i możliwości związanych z jego rozwojem,
- uwzględnienie faktu, że struktura kapitałowa jest jedynie częścią całej sekwencji decyzji finansowych.

Bez wątpienia wymienione czynniki powinny odgrywać istotną rolę w kształtowaniu struktury kapitałowej przedsiębiorstwa. Jednakże nie mniej istotną rolę w wyborze określonych źródeł finansowania przez przedsiębiorstwo ma to, że każde źródło finansowania ma pewien wpływ na stopień suwerenności podejmowanych przez przedsiębiorstwo decyzji, na obowiązki informacyjne przedsiębiorstwa, a to powoduje daleko idące konsekwencje, jeśli chodzi o autonomię decyzyjną przedsiębiorstwa, a nawet jego siłę konkurencyjną.

Zagadnienie związku między doбором finansowania przedsiębiorstwa i tworzącą się na podstawie tego doboru strukturą kapitałową a zakresem samodzielności decyzyjnej przedsiębiorstwa i wpływem, jakie wymogi informacyjne przedsiębiorstwa wywierają na jego siłę rynkową, należy uznać za istotny i mający duże znaczenie praktyczne dla identyfikacji zagrożeń, jakie wiążą się z pozyskiwaniem określonych środków finansowych ze źródeł zewnętrznych.

2. Czyje cele osiąga przedsiębiorstwo i co z tego wynika?

Problem celów działalności przedsiębiorstwa ma silny związek z tematyką prezentowaną w opracowaniu. Ma on charakter wielowątkowy: chodzi o to, czy przedsiębiorstwo jako podmiot gospodarczy może mieć własne (autonomiczne) cele działania, czy też cele mogą mieć tylko członkowie organizacji. Najczęściej mówi się tutaj o problemie redukcjonizmu [Staehele 1987], redukujemy bowiem cele organizacji do celów poszczególnych grup interesów. Tak jest w modelu *stakeholders*, w którym cele spółki akcyjnej redukowane są do grup, jakie mają wpływ na decyzje podejmowane w przedsiębiorstwie (akcjonariusze, menedżerowie, załoga, jednostki współpracujące z przedsiębiorstwem – często reprezentowane w radzie nadzorczej). Tymczasem wielu naukowców zajmujących się tym zagadnieniem z punktu widzenia teorii finansów stwierdza, że należy zawsze traktować przedsiębiorstwo jako autonomiczną jednostkę, której działanie jest w dużym stopniu niezależne od grup interesów (właścicieli, kredytodawców, zatrudnionych itp.). Takie podejście i taki pogląd reprezentuje na przykład E. Gutenberg [Gutenberg 1980], który stwierdza, że rosnące zaangażowanie spółek akcyjnych w zwiększanie wartości dla akcjonariusza nie daje podstaw do twierdzenia, że przedsiębiorstwo nie ma własnych celów, a tylko koordynuje cele wyrażane przez różne grupy interesów działające w jego wnętrzu.

Również i teoria pryncypał-agent nie jest zgodna z koncepcją przedsiębiorstwa jako jednostki, dla której można ustalić autonomiczne cele. Zakłada ona bowiem, że „zarówno pryncypał, jak i agent są motywowani interesem własnym, nie zaś interesem całego przedsiębiorstwa czy jego właściciela. Inaczej mówiąc, agent

wybiera wariant postępowania najużyteczniejszy dla siebie, dążąc do zmaksymalizowania własnej korzyści. Pryncypał natomiast szuka takich bodźców motywujących agenta, by ten maksymalnie przysporzył korzyści właśnie jemu” [Lichtarski 2001]. Oczywiście rolę pryncypała odgrywa w spółce akcyjnej akcjonariusz, a rolę agenta – menedżer. Jeśli postępowania obu stron, a więc cele, jakie sobie stawiają, są wyraźnie zdeterminowane przez interes osobisty, to nie ma tu miejsca na respektowanie celów przedsiębiorstwa.

Prowadzi to do sytuacji, w których podejmuje się decyzje niekorzystne dla przedsiębiorstwa, a które mogą być uznane za słuszne z punktu widzenia kadry zarządzającej. Ma to pewne skutki w sferze finansowo-inwestycyjnej przedsiębiorstwa. Według Jensena [Jensen 1986] kadra kierownicza wszystkich firm, konkurując o dostępne zewnętrzne źródła finansowania, tworzy nieefektywne strategie inwestycyjne mające na celu rozbudowywanie przedsiębiorstwa (budowa imperium), co jest najczęściej trudne do osiągnięcia, ale jest racjonalne z punktu widzenia prywatnych interesów tejże kadry.

Z kolei asymetria informacyjna, o której mówi teoria pryncypał-agent, powoduje, że wskutek często niedostatecznej wiedzy akcjonariuszy o przedsiębiorstwie próby ich wpływu na decyzje podejmowane przez menedżerów nie zawsze są szczęśliwe dla przedsiębiorstwa, poza tym ich punkt widzenia jest również subiektywny, a więc zdeterminowany przez własne motywacje niekiedy obliczone na krótki dystans.

W rezultacie zarówno motyw, który kierują menedżerami, jak i motyw postępowania akcjonariuszy mogą stanowić zagrożenie dla dalszego funkcjonowania i rozwoju spółki akcyjnej. W tej sytuacji rozbieżność interesów różnych grup nacisku, działających w spółce akcyjnej, oddziałuje korzystnie, prowadzi bowiem do decyzji kompromisowych, niepreferujących wyraźnie interesów żadnej ze stron, i w rezultacie często najlepszych dla przedsiębiorstwa prowadzonego przez spółkę akcyjną.

3. Wpływ finansowania na samodzielność decyzyjną i konkurencyjność przedsiębiorstwa

Finansowanie wewnętrzne przedsiębiorstwa nie ogranicza jego samodzielności decyzyjnej. Fundusze tworzone wewnętrznie (zysk zatrzymany, środki na funduszu amortyzacyjnym, środki finansowe uzyskane ze sprzedaży niepotrzebnych składników majątkowych, uruchamianie rezerwy) mogą być wykorzystywane dowolnie, przy czym musi być tu osiągnięty wewnętrzny consensus co do wykorzystania tych funduszy. Sytuacja oczywiście się zmienia, gdy mamy do czynienia z finansowaniem zewnętrznym. Finansowanie obce przez pożyczki i kredyty bankowe powoduje dość istotną ingerencję pożyczkodawcy w działalność przedsiębiorstwa. Choć informacja ma w tym przypadku charakter poufny (dostęp ma ograniczona liczba urzędników banku), i to jest korzystne dla przedsiębiorstwa, warunki udzielania kredytu i procedury związane z jego spłaceniem są silnie powiązane z inge-

rencją banku w działalność przedsiębiorstwa. Ma to miejsce zwłaszcza wtedy, gdy kredytobiorca zaczyna mieć kłopoty ze spłatą kredytu. Kredyt bankowy jest natomiast znacznie bezpieczniejszy dla przedsiębiorstwa – kredytobiorcy z punktu widzenia obowiązków informacyjnych. Krag odbiorców tych informacji jest, jak już wspomniano, dość ograniczony.

Odwrotna sytuacja występuje wtedy, gdy mamy do czynienia z pozyskiwaniem pieniądza przez rynek papierów wartościowych (akcje, obligacje). Przedsiębiorstwo musi spełniać określone warunki wstępne, aby emisja mogła mieć miejsce, natomiast możliwości ingerencji rynku w bieżącą i rozwojową działalność przedsiębiorstwa są bardzo ograniczone, obowiązki informacyjne są zaś duże. Może to zmniejszać konkurencyjność przedsiębiorstwa. „Przezroczystość” rynkowa przedsiębiorstwa ułatwia życie konkurentom. Ponadprzeciętne zyski są możliwe wtedy, gdy wyprzedzimy konkurentów, wprowadzając innowacje. Jeśli określone informacje o planowanych inwestycjach muszą być wcześniej ujawnione, zmniejsza to przewagę firmy nad konkurentami, daje pole do wejścia na rynek imitacji wprowadzanych przez istniejących lub nieznanych jeszcze konkurentów.

Jak kształtuje się pozycja pożyczkobiorcy w sytuacji, w której środki finansowe nie będą przekazane przedsiębiorstwu? W przypadku kredytu bankowego odmowa jego udzielenia jest informacją, że albo bank uznaje sytuację finansową przedsiębiorstwa za zbyt trudną, albo projekt inwestycyjny, który wymaga finansowania, wzbudza wątpliwości banku. Nie można jednak stwierdzić, że zamyka to drogi do finansowania zewnętrznego z innego źródła, natomiast może być sygnałem dla innych pożyczkodawców, że przedsiębiorstwo zgłaszające zapotrzebowanie na kapitał jest mało wiarygodne.

Podobnie sytuacja wygląda, gdy mamy do czynienia z nieudaną emisją akcji lub obligacji. Obok innych konsekwencji, podważa ona zaufanie do spółki akcyjnej, której akcje lub obligacje były przedmiotem emisji.

Renegocjacje zadłużenia są natomiast możliwe z bankiem, nie z obligatariuszami. Wejście na rynek papierów wartościowych wiąże się z koniecznością wywiązania się z obietnic, zwłaszcza w stosunku do obligatariuszy, mimo że mają oni słabszą niż bank pozycję negocjacyjną w stosunku do przedsiębiorstwa.

Pewna część inwestycji podejmowanych przez przedsiębiorstwa jest finansowana w znacznej mierze z wewnętrznych źródeł finansowania, co zwiększa autonomię kierownictwa przedsiębiorstwa. Powodować to może sytuacje, w których możliwości monitorowania sposobu wykorzystania wolnych *cash flows* ze strony inwestorów nie są na tyle duże, aby stwierdzić, czy fundusze są wykorzystywane w sposób, który maksymalizuje rynkową wartość inwestycji [Jensen 1986]. Potrzeba kontroli nad kadrą kierowniczą jest w dużym stopniu utożsamiana z jej inklinacją do reinwestowania wolnych *cash flows* [Hart 1995]. Według Jensena priorytety inwestycyjne kadry kierowniczej mogą prowadzić do ponoszenia strat przez przedsiębiorstwo (ujemne *net present value*), a więc o rozdysponowaniu nadwyżek finansowych winni decydować właściciele kapitału i kierować je do takich projek-

tów inwestycyjnych oferowanych na rynku kapitałowym, które dadzą możliwość maksymalizowania wartości rynkowej przedsiębiorstwa. W praktyce może się to sprowadzać do żądania wysokich dywidend, które następnie mogą być przez akcjonariuszy przeznaczone na zakup akcji innej spółki akcyjnej, która akurat w danym czasie przynosi większe stopy zwrotu.

Innym problemem związanym z autonomią decyzyjną przedsiębiorstwa kształtowaną przez warunki finansowania przedsiębiorstwa są zmiany w strukturze kapitałodawców. S. Flejterski i P. Pluskota [Flejterski, Pluskota 2004] zwracają uwagę na pojawienie się nowego rodzaju pośredników finansowych – nazwali ich cyberpośrednikami, których rola polega na sprzedaży usług finansowych. Zwracają uwagę na fakt, że w ofercie tych pośredników znajdują się produkty wielu instytucji finansowych, w tym banków. Instytucje te mogą stanowić poważne zagrożenie dla banków, chyba że banki nawiążą z nimi współpracę. Efektem tej konkurencji jest też zmiana oferty banków w stosunku do przedsiębiorstw, ich większa elastyczność, co powoduje pewne ograniczenie wymagań, jakie banki stawiają przedsiębiorstwom, co korzystnie wpływa na autonomię decyzyjną przedsiębiorstw.

4. Źródła konfliktu interesów w przedsiębiorstwie wywołane przez sferę finansową

W sferze finansów przedsiębiorstwa płaszczyznami konfliktu między oczekiwaniami różnych grup interesu działających w przedsiębiorstwie mogą być m.in.:

- „przyjęty poziom dźwigni finansowej niedostosowany do poziomu ryzyka operacyjnego i faktycznej pojemności (zdolności) pożyczkowej przedsiębiorstwa,
- rezygnacja z możliwości pozytywnego wykorzystania efektu dźwigni finansowej, pomimo spełnienia przez przedsiębiorstwo obiektywnych warunków wzrostu zadłużenia,
- przyjęcie niewłaściwej struktury terminowej wiarygodności zobowiązań i związane z tym ryzyko utraty płynności finansowej,
- emisja nowych akcji mająca na celu np. zmianę kontroli nad aktywami przedsiębiorstwa przez wybraną grupę właścicieli, bez możliwości zapewnienia wzrostu zysku pozwalającego utrzymać poziom rentowności kapitału własnego” [Łukasik 2006].

Kilka wymienionych źródeł czy też powodów potencjalnych konfliktów występujących między różnymi grupami nacisku działającymi w przedsiębiorstwie wskazuje na to, że każda ze stron, a zwłaszcza akcjonariusze (większościowi) i menedżerowie, mają możliwości, przez określone mechanizmy decyzyjne, forsować decyzje dla siebie korzystne, decyzje, które mogą okazać się niewłaściwe z punktu widzenia interesów przedsiębiorstwa jako całości.

5. Autonomia i wewnętrzne konflikty w warunkach kryzysu przedsiębiorstwa

Należy zwrócić uwagę jeszcze na jeden aspekt. Chodzi mianowicie o to, że autonomia decyzyjna przedsiębiorstwa zmniejsza się, a konflikt interesów między różnymi grupami interesów narasta, gdy przedsiębiorstwo znajduje się w kryzysie, wzrasta ryzyko związane z wszelkimi operacjami finansowymi, a często też ich koszty.

A. Dulinić [Dulinić 2007] zwraca uwagę na to, że restrukturyzacja przedsiębiorstwa, która jest niezbędnym działaniem mającym na celu wyprowadzenie przedsiębiorstwa z kryzysu, wiąże się najczęściej z określonymi niedogodnościami dla przedsiębiorstwa związanymi z procesem finansowania. Umowa z wierzycielami może narzucać różne ograniczenia związane z prawami właścicieli (podział zysku, wypłata dywidend). Zmniejsza się wartość rynkowa kapitału własnego. Należy pamiętać również, że relacje ze wszystkimi jednostkami współpracującymi z przedsiębiorstwem, w tym oczywiście z kapitałodawcami, pogarszają się w warunkach kryzysu, na co uwagę zwrócili już Modigliani i Miller.

Kryzys w przedsiębiorstwie powoduje występowanie zwiększonego poziomu ryzyka nie tylko dla kapitałodawców zewnętrznych. Wiąże się on ze zmniejszonym bezpieczeństwem właścicieli i ograniczeniem możliwości spełnienia przez przedsiębiorstwo oczekiwań kapitałodawców co do stopy zwrotu [Łukasik 2003]. W związku z tym mogą wystąpić różne, rozbieżne zachowania menedżerów i właścicieli. G. Łukasik wyróżnia trzy postawy:

- 1) „silną awersję do ryzyka, zabezpieczenie wszystkich pozycji narażonych na ryzyko,
- 2) selektywne zabezpieczenie ryzyka w różnych sytuacjach, z częściową akceptacją skutków ryzyka,
- 3) pełną akceptację skutków ryzyka z możliwością stworzenia nowej ekspozycji na ryzyko, pozwalającej na zamierzone osiąganie korzyści przy zmianie warunków rynkowych”.

Należy zdawać sobie sprawę, że współdziałanie kadry kierowniczej i właścicieli (ewentualnie jeszcze innych grup interesów w przedsiębiorstwie) w warunkach kryzysu przedsiębiorstwa jest szczególnie ważne, wręcz niezbędne. Jest ono jednym z warunków wyjścia przedsiębiorstwa ze stanu kryzysowego i przejścia do fazy stabilizacji lub wzrostu.

Literatura

- Dobbins R., Frąckowiak W., Witt S., *Praktyczne zarządzanie kapitałami firmy*, Paanpel, Poznań 1992.
- Dulinić A., *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
- Flejterski S., Pluskota P., *Pozycja pośredników finansowych w warunkach globalizacji i wirtualizacji finansów*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Strategie i instrumenty alokacji kapitału finansowego*, Wyd. UMCS, Lublin 2004.

- Gutenberg E., *Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre*, Springer, Berlin, Heidelberg, New York 1980.
- Hart O., *Firms, Contracts and Financial Structure*, Clarendon Press, Oxford, 1995.
- Jensen M., *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, „American Economic Review” 1986, 76.
- Lichtarski J. (red.), *Podstawy nauki o przedsiębiorstwie*, AE, Wrocław 2001.
- Łukasik G., *Determinanty wyboru strategii finansowej przedsiębiorstwa w sytuacjach ryzykownych*, [w:] W. Pluta (red.), *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, tom 2, AE, Wrocław 2003.
- Łukasik G., *Konflikty interesów uczestników rynku kapitałowego i ich wpływ na wybory przedsiębiorstwa*, [w:] H. Mamcarz (red.), *Rynki finansowe*, Wyd. UMCS, Lublin 2006.
- Rutkowski A., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2003 (za W.R. Harringtonem i B.D. Wilsonem, *Corporate Financial Analysis*, Plano 1989).
- Staehle W., *Management – Eine Verhaltenswissenschaftliche Einführung*, V. Franz Vahlen, München 1987.

THE FINANCING AND THE ENTERPRISE DECISION AUTONOMY

Summary

The article qualifies the influence, which is exerted by different kinds of the enterprise financing, on making decisions in the enterprise, especially in the investment sphere. It also qualifies, how much investors' authorities affect the enterprise development chance, which methods of the financing can restrict the enterprise decision autonomy and in what method and what relations (and what result for the enterprise) arise between each investors groups and the management-team depending on the financing methods, including the conclusions from the principal-agent theory and the theory of the informational asymmetry.