

Janusz Pawłowski

Uniwersytet Łódzki

EFEKTYWNOŚĆ INWESTOWANIA W MIENIE PRYWATYZOWANYCH PRZEDSIĘBIORSTW

1. Wstęp

Celem artykułu jest prezentacja koncepcji oceny efektywności inwestowania w mienie prywatyzowanych drogą bezpośrednią przedsiębiorstw państwowych oraz jej egzemplifikacja na wybranym przypadku empirycznym.

W teorii i praktyce finansów za główne narzędzia oceny efektywności przyjmuje się rachunek efektywności finansowej, oparty na kryteriach określających relację oczekiwanych efektów finansowych do wielkości nakładów inwestycyjnych przy uwzględnieniu ryzyka osiągnięcia tych efektów. Powszechna dostępność do literatury związanej z problematyką efektywności finansowej i ograniczona pojemność artykułu pozwala jedynie na prezentację wyników rachunku opłacalności analizowanych przypadków. Szerzej natomiast przedstawiono dwie inne, nie mniej istotne analizy, przydatne w procesie wyboru formy inwestowania. Pierwsza opiera się na kombinacji modeli czynników określających kategorię kosztu pozyskania kapitału rzeczowego w ujęciu kosztów jawnych i kosztów ukrytych, natomiast w drugiej analizie podjęto próbę skonstruowania heurystycznego modelu oceny konkurencyjności przedsiębiorstwa, działającego w nowym statusie własnościowym. Wydaje się, iż rachunek efektywności finansowej, analiza kosztów pozyskania kapitału rzeczowego i analiza konkurencyjności stanowią spójny i w miarę pełny zestaw narzędzi, a przedstawiona procedura wyboru korzystnej formy prywatyzacji bezpośrednio w wybranym przypadku empirycznym potwierdza ich wysoką przydatność w procesie decyzyjnym.

2. Koszty pozyskania kapitału rzeczowego

Przejmowanie praw własności w procesach prywatyzacji można uznać za inwestowanie w rzeczowy majątek prywatyzowanych przedsiębiorstw państwowych. Z punktu widzenia nowych właścicieli (przedsiębiorców) jest to lokowanie kapitału

w inwestycje bezpośrednio, mające przynieść w przyszłości określone dochody. Do analiz opłacalności finansowej oraz szacowania rynkowej wartości tego rodzaju przedsięwzięć gospodarczych wykorzystywana jest teoria kosztu kapitału. Przystosowanie tej teorii do specyfiki procesów przekształceń własnościowych wymaga wyraźnego rozróżnienia istoty kategorii kosztu kapitału oraz kategorii kosztu pozyskania kapitału rzeczowego.

Proces inwestycyjny obejmuje decyzje inwestycyjne (zwane także rzeczowymi), które formułują potrzeby w zakresie struktury majątku, oraz decyzje finansowe określające źródła finansowania tych potrzeb. W inwestowaniu rzeczowym występuje wiele transakcji, w których nabywane aktywa związane są ściśle ze źródłami finansowania (np. leasing, zakup na raty) czy też różne formy przejmowania mienia prywatyzowanych przedsiębiorstw państwowych. Tego rodzaju inwestowanie sprawdza się więc do szeroko rozumianego pozyskania kapitału rzeczowego.

Definicja kapitału (dobra inwestycyjnego), w ujęciu ekonomii jako jednego z rodzaju zasobów, implikuje szeroki zakres czynników oddziałujących na rzeczywisty koszt pozyskania tak ujętego kapitału. Czynniki te możemy analizować, wykorzystując kategorie kosztów jawnych i kosztów ukrytych.

Koszt jawny jest to wydatek pieniężny niezbędny do pozyskania zasobu, produktu lub usługi. Koszt ukryty jest to niewykorzystana możliwość wykonania lub pozyskania czegoś innego lub zastosowania posiadanych zasobów do innego celu [Kamerschen, McKenzie, Nardinelli 1991, s. 518]. Posługując się terminologią stosowaną do definiowania przyrostowych strumieni przepływów pieniężnych związanych z inwestycją, możemy przyjąć, że koszty ukryte to wpływy z dochodów alternatywnych, czyli koszty, jakich unika się w wyniku podjęcia danej inwestycji, oraz wpływy środków, czyli koszty utraconych możliwości (koszty alternatywne) będące konsekwencją niepodjęcia inwestycji alternatywnej.

Pojęcie kosztu pozyskania kapitału obejmuje zatem wszelkie składniki przepływów finansowych, związanych ze źródłem finansowania, oraz specyficzne dla dobra inwestycyjnego czynniki ogólnoeconomiczne, istotne w decyzjach wyboru wariantu przedsięwzięcia inwestycyjnego [Pawłowski 1999].

Tak głębokie ujęcie kosztu pozyskania kapitału jest szczególnie przydatne do analizy procesów prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych z punktu widzenia inwestorów, przejmujących w różnych formach mienie prywatyzowanego przedsiębiorstwa, zakładając ogólnie, że jest ono dobrem inwestycyjnym. Koszt pozyskania kapitału rzeczowego ma sens aplikacyjny, jeżeli analizowany jest w aspekcie kosztów alternatywnie występujących w relacjach między dwiema formami prywatyzacji.

Z uwagi na zróżnicowane oczekiwania przedsiębiorców względem tempa przejmowania praw własności i ich możliwości finansowych możemy przyjąć, iż praktycznie występują dwa przypadki alternatyw, pierwszy – wybór między leasingiem prywatyzacyjnym a zakupem przedsiębiorstwa, drugi – wybór między leasingiem prywatyzacyjnym a powołaniem spółki z udziałem Skarbu Państwa. Trzeci, teoretycznie możliwy przypadek: zakup przedsiębiorstwa czy spółka z udziałem Skarbu Państwa w praktyce pojawia się incydentalnie.

3. Koszt pozyskania kapitału rzeczowego w leasingu prywatyzacyjnym i przy zakupie przedsiębiorstwa

Zidentyfikujemy składniki kosztów jawnych i kosztów ukrytych z punktu widzenia inwestorów rozpatrujących alternatywę przejęcia mienia albo w formie leasingu prywatyzacyjnego, albo w formie sprzedaży (z pozycji inwestorów będzie to zakup przedsiębiorstwa).

Posłużmy się przypadkiem empirycznym.

W przedsiębiorstwie państwowym o umownej nazwie „ABBA” podjęto proces prywatyzacji, którego celem było przejęcie mienia przedsiębiorstwa w drodze prywatyzacji bezpośredniej w formie leasingu prywatyzacyjnego. Po wypełnieniu wszelkich wymagań formalnych w połowie 1998 r. zawiązano spółkę „ABBA” SA.

W kapitale akcyjnym spółki, wynoszącym 3500 tys. zł, 64% akcji objęli inwestorzy zewnątrzni, 5% akcji naczelne kierownictwo przedsiębiorstwa oraz 31% akcji pracownicy aktywni (pracownicy przedsiębiorstwa, którzy przystąpili do spółki). Spółka planuje całkowite opłacenie środkami finansowymi kapitału założycielskiego i przejęcie mienia przedsiębiorstwa z dniem 1 stycznia 1999 roku.

W szerokich analizach i studiach ekonomicznych związanych z procesem prywatyzacji opracowano analizę finansową działalności przedsiębiorstwa w latach 1993-1998 oraz prognozy finansowe funkcjonowania spółki po przejęciu mienia przedsiębiorstwa państwowego w formie leasingu prywatyzacyjnego i zakupu przedsiębiorstwa. Prognozy te były podstawą do przeprowadzenia rachunku efektywności finansowej poniesionych nakładów własnych akcjonariuszy spółki (zainwestowanego kapitału własnego), a także kosztu kapitału rzeczowego.

W przypadku leasingu prywatyzacyjnego składnikami kosztów jawnych będą:

- 1) cena (wartość) transakcyjna przedsiębiorstwa równa 9000 tys. zł,
- 2) koszt pozyskania źródła finansowania.

Jeden ze sposobów określania kosztu pozyskania kapitału finansowego polega na wykorzystaniu rachunku dyskontowego. W tym ujęciu leasing pracowniczy może być traktowany jako seria przepływów pieniężnych realizowanych w kolejnych okresach, na które składają się: przejęcie majątku o określonej wartości rynkowej (cena transakcyjna) do odpłatnego korzystania, ratalne spłaty kapitału i spłaty należnych odsetek (opłaty dodatkowej), plus ewentualne koszty prywatyzacji poniesione przez spółkę, oraz osłony podatkowe odsetek.

Koszty pozyskania kapitału finansowego w formie leasingu prywatyzacyjnego określamy jako stopę procentową, przy której wartość wydatków w okresie spłaty zrównoważy wartość rynkową przejętego mienia Skarbu Państwa.

Po uwzględnieniu korzyści podatkowej z opłaty dodatkowej równanie dyskontowe przybiera postać:

$$W_p = \sum_{i=1}^n \frac{O_i(1-T) + R_i}{(1+k_p)^i}, \quad (1)$$

gdzie: W_p – wartość rynkowa przedsiębiorstwa (cena transakcyjna),
 R_i – wartość raty kapitałowej w okresie i ,
 O_i – wartość opłaty dodatkowej w okresie i ,
 T – stopa podatku dochodowego,
 n – liczba okresów płatności,
 i – kolejny okres płatności
 k_{lp} – koszt pozyskania kapitału w formie leasingu pracowniczego.

Wykorzystując formułę przedstawioną powyżej, obliczmy koszt pozyskania kapitału w prezentowanym przypadku prywatyzacji leasingowej. Wartości poszczególnych kategorii kształtują się następująco:

- wartość przedsiębiorstwa (cena transakcyjna), $W_p = 9000$ zł,
- umowa o odpłatne korzystanie zawarta jest na 10 lat, począwszy od 1999 roku,
- opłata dodatkowa wynosi połowę stopy kredytu lombardowego NBP z możliwością umorzenia jej części w 1 i 2 roku leasingu,
- stopa podatku dochodowego – według aktualnej ustawy podatkowej (34% w 1999 r.; 30% w następnych latach),
- raty kapitałowe i opłaty dodatkowe płacone są kwartalnie (dla uproszczenia rachunku w przepływach finansowych przyjęto roczne okresy płatności),
- koszty prywatyzacji są nieznaczne i nie mają istotnego wpływu na poziom kosztu kapitału.

Prognozę przepływów pieniężnych związanych z opłatą leasingową oraz obliczenia kategorii kosztu pozyskania kapitału (metodą kolejnych przybliżeń) i realnych wartości wydatków zaprezentowano w tab. 1.

Posługując się prognozą przepływów oraz prognozą inflacji (według założeń budżetowych Ministerstwa Finansów), obliczono także realną wartość wydatków związanych z przejściem mienia przedsiębiorstwa. W ujęciu wydatków przed opodatkowaniem ich wartość realna wynosi 9231 tys. zł (jest wyższa od ceny transakcyjnej o 2,6%), natomiast realne wydatki z uwzględnieniem opodatkowania wykazują wartość o 4,6% niższą od ceny transakcyjnej).

Zarówno niskie wartości kosztu pozyskania kapitału, np. w porównaniu ze stopą kredytu lombardowego, jak i poziom realnych wartości wydatków związanych z obsługą zadłużenia pozwalają stwierdzić, że forma leasingu prywatyzacyjnego w aspekcie czysto finansowym jest atrakcyjnym sposobem pozyskania kapitału rzeczowego dla właścicieli spółki „ABBA” SA.

W przypadku formy sprzedaży przedsiębiorstwa składnikami kosztów jawnych dla spółki „ABBA” SA są:

1. Cena sprzedaży równa 9000 tys. zł, z czego 20% (1800 tys. zł) należy uiścić przed przejściem mienia, a także wpłacić 15% (1350 tys. zł) tej ceny na fundusz socjalny dla pracowników. Pozostałą część, czyli 5850 tys. zł, uznaje się za należność wobec Skarbu Państwa, którą trzeba spłacić w równych ratach kwartalnych w ciągu 5 lat.

Tabela 1. Koszt pozyskania mienia przedsiębiorstwa państwowego w formie leasingu

Stopa podatku dochodowego	0,34	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
Wskaźnik inflacji	1,0000	1,0750	1,0420	1,0320	1,0300	1,0300	1,0300	1,0300	1,0300	1,0300	1,0300	1,0300	1,0300
Współczynnik inflacji	1,0000	1,1363	1,1840	1,2219	1,2585	1,2963	1,3352	1,3752	1,4165	1,4590	1,5000	1,5400	1,5800
Stopa kredytu lombardowego	0,2200	0,1800	0,1600	0,1400	0,1200	0,1100	0,1000	0,0900	0,0800	0,0700	0,0600	0,0500	0,0400
PRZEPIŁY PNIĘŻNE ZWIĄZANE Z OPLATA LEASINGOWA													
rok	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
1. Cena transakcyjna	9 000												
2. Rata kapitałowa		-900	-900	-900	-900	-900	-900	-900	-900	-900	-900	-900	-900
3. Opłata dodatkowa		-289	-349	-549	-417	-304	-250	-179	-130	-73	-28		
4. Przepływy przed opodatkowaniem	9 000	-1 189	-1 249	-1 449	-1 317	-1 204	-1 150	-1 079	-1 030	-973	-928		
5. Odstona podatkowa opłaty dodatkowej		98	105	165	125	91	75	54	39	22	8		
6. Przepływy po opodatkowaniu	9 000	-1 091	-1 144	-1 284	-1 192	-1 113	-1 075	-1 025	-991	-951	-920		
Koszt kapitału przed podatkiem	0,0515												
Współczynnik dyskonta	1,0000	0,9510	0,9044	0,8601	0,8180	0,7780	0,7399	0,7036	0,6692	0,6364	0,6052		
Przepływy zdyskontowane	9 000	-1 131	-1 131	-1 246	-1 077	-937	-851	-759	-689	-619	-562		
Suma przepływów zdyskontowanych	0												
• Koszt pozyskania kapitału	5,15%												
• Realna wartość wydatków	9231	1 106	1 099	1 224	1 078	957	887	808	749	687	636		
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	0,0359												
Współczynnik dyskonta	1,000	0,9653	0,9319	0,8996	0,8684	0,8383	0,8093	0,7812	0,7541	0,7280	0,7028		
Przepływy zdyskontowane	9 000	-1 053	-1 066	-1 155	-1 035	-933	-870	-801	-747	-692	-646		
Suma przepływów zdyskontowanych	0												
• Koszt pozyskania kapitału	3,59%												
• Realna wartość wydatków	8 586	1 015	1 007	1 085	975	884	829	768	721	671	630		

Źródło: opracowanie własne.

2. Koszt pozyskania źródła finansowania, który oblicza się przy założeniu, iż kwartalne odsetki od niespłaconego kapitału nie mogą być mniejsze niż stopa wzrostu cen dóbr inwestycyjnych w okresie płatności.

Koszt pozyskania kapitału obliczono identyczną techniką jak w przypadku leasingu prywatyzacyjnego, a zestawienie wyników dla form leasingu i sprzedaży podano w tab. 2.

Tabela 2. Zestawienie wyników kalkulacji realnych wartości wydatków i kosztu pozyskania kapitału obcego

Kategoria	Leasing	Sprzedaż
1. Realna wartość wydatków przed opodatkowaniem	9 231 tys. zł	9 334 tys. zł
2. Realna wartość wydatków po opodatkowaniu	8 586 tys. zł	8 957 tys. zł
3. Koszt pozyskania kapitału przed opodatkowaniem	5,15%	7,81%
4. Koszt pozyskania kapitału po opodatkowaniu	3,59%	5,30%
5. Kwota pozyskanego kapitału	9 000 tys. zł	5 850 tys. zł

Źródło: opracowanie własne.

Porównanie kosztu pozyskania kapitału leasingu prywatyzacyjnego i sprzedaży zdecydowanie przemawia za wyborem formy leasingu, ponieważ przy tej formie przejęcia mienia:

- 1) kwota pozyskanego przez spółkę kapitału obcego jest o 2150 tys. wyższa,
- 2) koszt pozyskania tego kapitału przed opodatkowaniem jest niższy o 2,66 punktów procentowych, natomiast koszt pozyskania po opodatkowaniu jest niższy o 1,71 punktów procentowych w stosunku do kosztu w formie sprzedaży.

Zajmijmy się teraz identyfikacją kosztów ukrytych.

Pierwsza grupa czynników kształtujących koszty ukryte związana jest z kapitałami firmy i wynika z warunków spłaty zadłużenia wobec Skarbu Państwa, a konkretnie z różnych wielkości zobowiązań, różnych okresów ich spłaty, a także możliwych różnic oprocentowania kapitału.

Dla spółki kupującej przedsiębiorstwo kosztem ukrytym będzie utracona korzyść z dysponowania niskoprocentowym źródłem finansowania, z jakiego korzystałaby w przypadku przejmowania mienia w formie leasingu. Miarą tej utraconej korzyści może być różnica realnych wartości wydatków związanych z obsługą zobowiązań, tj. 103 tys. zł w rachunku przed opodatkowaniem, lub 367 tys. zł w rachunku po opodatkowaniu na korzyść formy leasingu.

Innego rodzaju kosztem ukrytym dla spółki kupującej prywatyzowane przedsiębiorstwo będzie korzyść wynikająca z przejęcia prawa własności mienia tej firmy i możliwości wykorzystania tego mienia, np. jako prawnego zabezpieczenia spłaty kredytu na działalność bieżącą. Spółka unika kosztów uzyskania gwarancji (poręczenia) lub ewentualnie wyższych kosztów pozyskania innego źródła finansowania – i jest to wymierna korzyść w odniesieniu do leasingu.

Druga grupa czynników kształtujących koszty ukryte związana jest z zakresem funkcji właścicielskich i zarządczych. Z formalnego punktu widzenia większościowy pakiet akcji posiadają inwestorzy zewnętrzni i to oni mają decydujący wpływ na strukturę zarządzania spółką. W rzeczywistości istnieje jednak wiele ważnych dla właścicieli elementów, różniących obie omawiane formy prywatyzacji.

Wynikają one z formalnych i nieformalnych zobowiązań, jakie są akceptowane przez inwestorów zewnętrznych w trakcie ustalenia statusu spółki, a także negocjacji warunków umowy leasingu prywatyzacyjnego czy też umowy sprzedaży przedsiębiorstwa. Wewnętrzne zobowiązania w relacjach inwestorzy zewnętrzni–zarząd–pracownicy aktywni (akcjonariusze)–pracownicy oddziałują na skuteczność i sprawność zarządzania spółką. Natomiast zobowiązania wobec Skarbu Państwa, przejawiające się ograniczonym prawem do rozporządzania majątkiem, ustanowieniem zastawu na majątku czy też deklaracją utrzymania poziomu zatrudnienia, w znacznym stopniu ograniczają możliwość pozyskania kapitału i racjonalizacji kosztów działalności.

W analizowanym przykładzie prywatyzacji oddziaływanie czynników wewnętrznych jest w zasadzie w obu formach podobne. Należy jednak zauważyć, iż silniejszą pozycję zajmują inwestorzy zewnętrzni w przypadku sprzedaży, gdyż to ich większościowy wkład kapitałowy decyduje o realności sfinansowania transakcji zakupu przedsiębiorstwa.

Forma sprzedaży jest też korzystniejsza dla spółki z punktu widzenia relacji Skarb Państwa–spółka w okresie umowy. Z chwilą podpisania umowy sprzedaży spółka staje się w pełni samodzielnym podmiotem gospodarczym, nabywa prawo własności majątku i nie ponosi dodatkowego ryzyka związanego z możliwością odstąpienia Skarbu Państwa od umowy. Czynniki te inaczej wyglądają w umowie o odpłatnym korzystaniu zawieranej w formie leasingu.

4. Konkurencyjność przedsiębiorstw po prywatyzacji

W dobie integracji gospodarki polskiej z krajami Unii Europejskiej podstawowym celem strategicznym firm są działania rozwojowe zmierzające do podnoszenia konkurencyjności przedsiębiorstw. Dla inwestorów przejmujących mienie prywatyzowanych przedsiębiorstw państwowych możliwości wzmacniania konkurencyjności firmy po prywatyzacji są zatem ważnym argumentem w podejmowaniu decyzji inwestycyjnej.

Przeprowadźmy analizę konkurencyjności firm po prywatyzacji bezpośrednio, opierając się na modelu czynników mających wpływ na kształtowanie się własności, zarządzania i kapitału.

Specyfika struktury akcjonariatu spółek powstałych w wyniku prywatyzacji sprawia, że czynniki kształtujące cechy własności, zarządzania i kapitału są w ścisłym związku przyczynowo-skutkowym, bowiem zarówno zarządzający, jak i pracownicy są akcjonariuszami, a więc w pewnym stopniu naturalnie utożsamiają się z celami właścicieli. Szczególnie czynniki związane z elementami własności i zarządzania

nie wykazują istotnych cech rozłączności i przenikają się wzajemnie. Ustalmy je zatem łącznie, wykorzystując listę, sporządzoną na podstawie teorii przedsiębiorstwa i specyficznych uwarunkowań funkcjonowania przekształconych przedsiębiorstw, w następujący sposób:

1. Prorozwojowa struktura akcjonariatu.
2. Zakres i termin przejmowania praw własności.
3. Skala zobowiązań właścicieli wobec zarządu, pracowników i spółki.
4. Przedsiębiorczość kadry menedżerskiej.
5. Zbieżność celów właścicieli i zarządu.
6. Stopień partycypacji pracowników w zarządzaniu.

Prorozwojowa struktura akcjonariatu charakteryzuje się zdecydowaną przewagą inwestorów preferujących długookresowe cele przedsiębiorstwa, ukierunkowane na jego wzrost i efektywne działanie. W spółkach powstałych w wyniku prywatyzacji drogą bezpośrednią można wyróżnić cztery najczęściej występujące typy struktury akcjonariatu, a mianowicie:

- Akcjonariat zwarty, charakteryzujący się domeną jednego lub kilku inwestorów strategicznych, identyfikujących się w pełni z podstawowym celem firmy. Typowy akcjonariat zwarty występuje w podmiocie przejmujących mienie w formie sprzedaży przedsiębiorstwa.
- Akcjonariat względnie racjonalny, w którym dominuje grupa inwestorów zewnętrznych, obejmujących kontrolny pakiet akcji. Względność racjonalności, innymi słowy – racjonalność ograniczona, wynika z ustawowych uwarunkowań, które muszą być spełnione, aby zawiązać spółkę (np. udział pracowników w spółce leasingującej mienie Skarbu Państwa z udziałem inwestorów zewnętrznych).
- Akcjonariat rozproszony, występujący w przypadku spółek leasingujących mienie z wyłącznym udziałem pracowników. W tych podmiotach dominującą pozycję przejmuje zarząd prywatyzowanego przedsiębiorstwa państwowego, która z reguły nie jest legitymizowana większościowym udziałem właścicielskim,
- Akcjonariat z udziałem Skarbu Państwa. Jest to struktura tymczasowa, w której Skarb Państwa posiada w początkowym okresie udział większościowy. Nie jest to jednak inwestor strategiczny, jako że głównym celem Skarbu Państwa jest prywatyzacja firmy. Implikuje to dążenie do maksymalizacji wartości akcji w krótkim horyzoncie czasu, co można uznać za działanie sprzeczne z celami perspektywicznymi¹ [Jarosz 2000].

Czynnik **zakresu i terminu przejmowania praw własności** wpływa na poczucie stabilności właścicieli, ogranicza ich ryzyko kapitałowe oraz zwiększa wiarygodność spółki. Z jednej strony zależy on od preferencji i uwarunkowań ustawowych w poszczególnych formach prywatyzacji, z drugiej zaś – od zasobności kapitałowej akcjonariuszy.

¹ Wyniki szerokich badań struktury własnościowej zaprezentowano w: [Jarosz 2000].

Skala zobowiązań właścicieli wobec zarządu, pracowników i spółki to zakres formalnych warunków umowy, w których przejmujący (nabywca) zobowiązuje się do dodatkowych świadczeń na rzecz pracowników, np. utrzymania stanu zatrudnienia, przekazania określonej kwoty na fundusz socjalny, ewentualnie do zainwestowania określonego kapitału w przedsięwzięcia rozwojowe spółki. Zobowiązania wobec zarządu mogą mieć czasem charakter nieformalny, np. w przypadkach, gdy inwestorzy zewnętrzni negocjują z zarządem i pracownikami warunki przystąpienia do spółki.

Przedsiębiorczość kadry menedżerskiej rozumiana jest jako zdolność dokonywania nowatorskich kombinacji czynników produkcji w warunkach niepewności. Jest to niewątpliwie cecha osoby inteligentnej, aktywnej, twórczej i kreatywnej, posiadającej jednocześnie wiedzę i doświadczenie w działalności gospodarczej. Przedsiębiorczość oddziałuje pozytywnie na osiąganie celów firmy, jeżeli zostaje wsparta przez rozwagę, wyobraźnię, wariantowość w rozwiązywaniu problemów oraz umiejętność szacowania ryzyka podejmowanych przedsięwzięć.

Zbieżność celów właścicieli i zarządu; czynnik ten nabiera istotnego znaczenia w spółkach, w których zarząd posiada nieznaczny udział w kapitale akcyjnym i istnieje wyraźne rozdzielenie funkcji właścicielskich od zarządczych. Mocna pozycja zarządu preferującego swoje cele w znacznym stopniu ogranicza skuteczność osiągania głównych celów właścicieli.

Stopień partycypacji pracowników w zarządzaniu oznacza zakres uprawnień pracowników do bezpośredniego lub pośredniego udziału w decyzjach podejmowanych przez pracodawców. Pracownicy pragną uczestniczyć w decyzjach dotyczących poziomu płac, zatrudnienia, awansów, dyscypliny, warunków pracy itp. Natomiast pracodawcy włączają pracowników w procesy decyzyjne, licząc na wzrost ich motywacji do pracy, wzrost elastyczności i trafności decyzyjnej, integrację pracowników z przedsiębiorstwem, a także większe prawdopodobieństwo zachowania spokoju społecznego w sytuacjach kryzysowych. Osiągnięcie stanu równowagi interesów właścicieli, zarządu i pracowników to pozytywny nośnik efektywności firmy.

Analizując kształtowanie się powyższych czynników w przedsiębiorstwach powstałych w wyniku prywatyzacji bezpośredniej, możemy stwierdzić, iż w obszarze własności i zarządzania najwyższe noty osiąga podmiot kupujący przedsiębiorstwo w wyniku umowy kupna–sprzedaży, a także spółka z większościowym udziałem inwestorów zewnętrznych, przejmująca mienie Skarbu Państwa w odpłatne korzystanie. Zdecydowanie niższe są notowania spółek z udziałem Skarbu Państwa, najniższą zaś pozycję posiada spółka z wyłącznym udziałem pracowników, przejmująca mienie Skarbu Państwa w odpłatne korzystanie w ramach leasingu prywatyzacyjnego.

Przejdźmy do trzeciego elementu determinującego efektywne funkcjonowanie firmy–kapitału. W tym obszarze proponuje się uwzględnić następujące czynniki:

- 1) strukturę kapitału spółki,

2) saldo przepływów finansowych w spółce, związanych z przejęciem przedsiębiorstwa,

3) bariery w pozyskiwaniu kapitału,

4) efektywność alokacji kapitału.

Struktura kapitału spółki zależy od przeznaczenia wkładów kapitałowych nowych właścicieli – akcjonariuszy. W korzystnej sytuacji są spółki z udziałem Skarbu Państwa, pozyskujące dodatkowe środki, w znacznie gorszej – spółki leasingujące mienie oraz podmioty kupujące przedsiębiorstwo, zobowiązane do spłaty wartości przedsiębiorstwa na rzecz Skarbu Państwa.

Z tego też powodu **saldo przepływów finansowych związanych z przejęciem przedsiębiorstwa** będzie dodatnie w spółkach z udziałem Skarbu Państwa, natomiast w o wiele większym stopniu ujemne w spółkach leasingujących mienie i podmiotach kupujących przedsiębiorstwo, w których to spłaty kapitałowe oraz odsetki obciążają finanse nowej firmy.

Niekorzystna struktura kapitału oraz dodatkowe obciążenia z tytułu opłat za przejęcie mienia Skarbu Państwa znacznie obniżają *standing* finansowy spółek, co stanowi **główną barierę w pozyskaniu kapitału**. Także ograniczenia w dysponowaniu majątkiem trwałym, odłożone terminy przejęcia praw własności, zabezpieczenie należności Skarbu Państwa stwarzają spółkom leasingującym oraz podmiotom kupującym przedsiębiorstwo (w przypadku sprzedaży na raty) dodatkowe bariery w dostępie do kapitału obcego.

Czynnik **efektywności alokacji kapitału** oddziałuje skutecznie tam, gdzie jest efektywnie działający właściciel i zarząd oraz dostępność do kapitału zewnętrznego po niskim koszcie pozyskania tego kapitału. Z omawianych przypadków prywatyzacji trudno wybrać najkorzystniejszą formę przekształcenia.

Przy raczej kompensujących się zaletach i wadach czynników w obszarach zarządzania i kapitału decydującym argumentem może być przedsiębiorczość kadry menedżerskiej. Z tego punktu widzenia wskazać można na spółkę z udziałem strategicznego inwestora zewnętrznego jako na podmiot gospodarczy potrafiący efektywnie zainwestować dodatkowe kapitały.

Z przeprowadzonej analizy konkurencyjności funkcjonowania podmiotów powstałych w wyniku procesów prywatyzacji bezpośredniej przedsiębiorstw państwowych można wyprowadzić następujące wnioski:

- istnieje wiele czynników determinujących efektywność działalności nowych prywatyzowanych firm,
- uzasadnione wydaje się podejście grupujące czynniki efektywności w trzech kategoriach ekonomicznych, tj. własności, zarządzania i kapitału,
- czynniki te nie wykazują istotnych cech rozłączności i przenikają się wzajemnie,
- kształtowanie się czynników efektywności w obszarze własności i zarządzania podnosi pozycję podmiotów powstałych po sprzedaży przedsiębiorstwa oraz spółek leasingujących mienie z udziałem strategicznego inwestora zewnętrznego,
- natomiast uwarunkowania związane z obszarem kapitału preferują spółki z udziałem Skarbu Państwa.

W praktyce w prywatyzacji bezpośredniej największym powodzeniem cieszą się spółki leasingujące mienie Skarbu Państwa. Sugeruje to, iż rzeczywistość gospodarcza i kapitałowa respektuje zasadę ograniczonego ryzyka w podejmowaniu przedsięwzięć inwestycyjnych związanych z prywatyzacją.

Ustalmy teraz, jakiej efektywności finansowej kapitału własnego mogą oczekiwać inwestorzy w poszczególnych formach prywatyzacji i jaka jest pozycja tego kryterium w decyzji inwestycyjnej.

5. Wyniki rachunku efektywności finansowej

Prognoza wyników działalności spółki leasingowej „ABBA” SA była podstawą do określenia całkowitych przepływów pieniężnych do właścicieli w kolejnych sześciu latach projekcji, przedstawionych w tab. 3. Na potrzeby rachunku efektywności² wykazano kalkulację kosztu kapitału własnego (tab. 4), wykorzystując do tego celu technikę składania [Zarzecki 1999].

Tabela 3. Całkowite przepływy pieniężne (w tys. zł)

Składniki	0	1 rok	2 rok	3 rok	4 rok	5 rok	6 rok	6 rok
(+) Zysk netto + amortyzacja		4 494	5 712	5 828	5 888	5 781	5 570	
(-) Przyrost kapitału obrotowego netto		-1 722	98	158	218	200	203	
(-) Inwestowanie w majątek trwały		6 090	2 800	2 000	1 600	3 400	2 000	
(-) Spłata kredytu i leasingu		6 715	1 646	900	900	900	900	
(+) Wartość terminalowa								14 712
(-) Dług								5 600
(-) Nakłady własne	3 500							
(=) Przepływy pieniężne (FCFE)	-3 500	-6 589	1 168	2 771	3 170	1 280	2 467	9 112

Źródło: opracowanie własne.

Jako kryteria efektywności finansowej kapitału własnego przyjęto wartość aktualną netto (NPV_E), indeks rentowności (PI_E) wewnętrzną stopę zwrotu (IRR_E) i zmodyfikowaną stopę zwrotu ($MIRR_E$), natomiast ryzyko osiągnięcia oczekiwanych efektów oszacowano metodą analizy scenariuszy i metodą ekwiwalentu pewności.

Podobny rachunek efektywności wykonano dla formy zakupu przedsiębiorstwa w dwu wariantach, pierwszy wariant przy założeniu ceny sprzedaży na poziomie wartości przedsiębiorstwa przyjętej do rachunku efektywności w formie leasingu, drugi wariant przy cenie wyższej o 20%. Wyniki podano w tab. 5.

² Rachunek efektywności finansowej wykonano, stosując metody prezentowane w literaturze przedmiotu, zob. np. [Brigham 1997; Ross, Westeefield, Jordan 1999; Pluta, Jajuga 1995].

Tabela 4. Kalkulacja kosztu kapitału własnego

Czynnik (w %)	1 rok	2 rok	3 rok	4 rok	5 rok	6 rok	Średnia
1. Nominalna stopa wolna od ryzyka	12,0	10,0	9,0	8,0	7,0	6,0	8,6667
2. Wskaźnik inflacji	7,5	5,7	4,2	3,2	3,0	3,0	
3. Realna średnia premia rynkowa	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	
4. Współczynnik ryzyka	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	
5. Realna premia za ryzyko	3,0	2,8	2,5	2,3	2,3	2,0	
6. Nominalna premia za ryzyko	10,7	8,6	6,8	5,5	5,3	5,1	
Koszt kapitału własnego	0,2273	0,1861	0,1581	0,1352	0,1232	0,1106	0,1567

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 5. Wskaźniki efektywności i ryzyka w analizowanych formach prywatyzacji

Rodzaj wskaźnika	Leasing prywatyzacyjny	Zakup przedsiębiorstwa	
		cena = 9 000 tys.	cena = 10 800 tys.
Kryteria efektywności			
NPV _E (tys. zł)*	681	3 483	-64
PI	1,077	1,465	0,983
IRR _E (%)	17,76	25,73	14,84
MIRR _E (%)	16,74	23,52	14,79
Analiza scenariuszy			
E _{NPV} (tys. zł)	453	3 134	-299
E _{IRR} (%)	16,92	24,62	13,87
σ _{NPV} (tys. zł)	1 229	1 461	1 264
σ _{IRR} (%)	3,86	4,26	4,37
CV _{NPV}	2,71	0,47	4,23
CV _{IRR}	0,23	0,17	0,32
Ekwiwalent pewności			
NPV _{FR} (tys. zł)	-41	1 329	-2 720
Graniczna stopa zwrotu (%)			
	15,7	15,3	15,3

* zastosowano roczne wartości stóp dyskontowych.

Źródło: opracowanie własne.

Porównując wartości wskaźników można jednoznacznie stwierdzić, iż dla spółki „ABBA” SA, przy przyjętych założeniach rachunku efektywności i ryzyka, najkorzystniejszą formą przejęcia mienia z punktu widzenia efektywności finansowej jest forma zakupu przedsiębiorstwa po cenie porównywalnej do wartości przedsiębiorstwa, wynegocjowanej w leasingu prywatyzacyjnym. Przy cenie wyższej o 20% forma zakupu jest nieefektywna finansowo.

Efektywność finansową wykazuje także spółka leasingująca mienie przedsiębiorstwa, jednak przy wyraźnie wyższym ryzyku i niższej efektywności kapitału własnego.

6. Podsumowanie

Identyfikując cele i motywacje uczestników procesów prywatyzacji oraz prawno-finansowe uwarunkowania i preferencje ustawowe charakterystyczne dla różnych form prywatyzacji bezpośredniej, wprowadzono kategorię kosztów pozyskania kapitału rzeczowego. Łączy ona składniki przepływów pieniężnych, związanych ze źródłem finansowania dóbr rzeczowych, oraz specyficzne dla tych dóbr czynniki ogólno-ekonomiczne, tworząc spójne kryterium oceny opłacalności przedsięwzięcia. Zastosowanie tego modelu do wyboru jednej z alternatywnych form prywatyzacji jest zasadne, jeżeli określone zostaną istotne czynniki w ujęciu kosztów jawnych i kosztów ukrytych.

W relacji leasing prywatyzacyjny czy sprzedaż, przy przyjętym założeniu, iż wartość przedsiębiorstwa jest równa cenie sprzedaży, koszty jawne, a szczególnie koszt pozyskania źródła finansowania aktywów, wykazują wyraźnie niższy poziom w leasingu prywatyzacyjnym. Koszty ukryte, takie jak utracona korzyść z dysponowania źródłem finansowania o niskim koszcie kapitału czy korzyści wynikające z wcześniejszego przyjęcia prawa własności w przypadku formy zakupu, a także różnice w kształtowaniu się zakresu funkcji właścicielskich i zarządczych w sumie wskazują na korzystność formy zakupu przedsiębiorstwa.

Drugą istotną kwestią dla inwestorów przejmujących mienie prywatyzowanych przedsiębiorstw jest konkurencyjność przedsiębiorstwa po prywatyzacji jako warunek wzrostu i rozwoju firmy. Analiza modelu czynników mających wpływ na kształtowanie się warunków działalności w obszarze własności i zarządzania oraz obszarze kapitału prowadzi do konkluzji, iż najwyższą pozycję zajmują podmioty powstałe w wyniku sprzedaży przedsiębiorstwa, a następnie spółki leasingowe z udziałem strategicznych inwestorów zewnętrznych.

I wreszcie trzeci istotny element oceny opłacalności – rachunek efektywności finansowej, zdecydowanie wskazuje na formę zakupu przedsiębiorstwa pod warunkiem, że cena sprzedaży będzie porównywalna z wartością przedsiębiorstwa wynegocjowaną w leasingu prywatyzacyjnym.

Mając do dyspozycji przedstawione powyżej analizy i kalkulacje opłacalności, spółka „ABBA” SA stanęła przed teoretycznie trudnym problemem wyboru formy prywatyzacji. Praktycznie okazało się, że dla inwestorów strategicznych najistotniejszym celem jest skuteczne i w miarę szybkie przejęcie praw własności mienia prywatyzowanego przedsiębiorstwa. Priorytet przyznano prawno-finansowym regulacjom ustawowym, pozostawiając kwestię finansowej efektywności zainwestowanego kapitału jako kryterium podrzędne. Takie podejście wskazało jednoznacznie na wybór formy leasingu prywatyzacyjnego.

Wydaje się, iż rachunek efektywności finansowej, analiza kosztów pozyskania kapitału rzeczowego i analiza konkurencyjności stanowią spójny i w miarę pełny zestaw narzędzi, a przedstawiona procedura wyboru korzystnej formy prywatyzacji bezpośredniej w wybranym przypadku empirycznym potwierdza ich wysoką przydatność w procesie decyzyjnym.

Literatura

- Brigham E.F., *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1997.
- Jarosz M., (red.) *Dziesięć lat prywatyzacji bezpośredniej*, ISP PAN, Warszawa 2000.
- Kamerschen D.R., McKenzie R.B., Nardinelli C., *Ekonomia*, Fundacja Gospodarcza NSZZ „Solidarność”, Gdańsk 1991
- Pawłowski J., *Problematyka kosztu kapitału w prywatyzacji przedsiębiorstw w formie leasingu pracowniczego*, [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, red. J. Duraj, KAISP UŁ, Łódź-Spała 1999.
- Pluta W., Jajuga T., *Inwestycje. Budżetowanie kapitałowe*, FRR, Warszawa 1995.
- Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D., *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999.
- Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, FRR, Warszawa 1999.

EFFECTIVENESS OF INVESTING IN THE PROPERTY OF PRIVATISED ENTERPRISES

Summary

In this article the conception of appreciation of investments effectiveness in privatised corporations is presented, basing on three categories: analysis of costs of obtaining tangible capital, analysis of corporations competitiveness after privatisation process and classical calculation of financial investment effectiveness.