

Elżbieta Włodarczyk\*

OBLIGACJE I AKCJE JAKO FORMY  
ZEWNĘTRZNEGO ZASILANIA FINANSOWEGO PRZEDSIĘBIORSTW

Akcje i obligacje są w powojennej gospodarce polskiej nowymi formami zewnętrznego zasilania pieniężnego jednostek gospodarczych. Od strony formalnoprawnej należą do papierów wartościowych, a zatem reprezentują prawa majątkowe przysługujące ich posiadaczom. Ich rola ekonomiczna wyraża się w tym, że są instrumentem uruchamiania wolnych środków pieniężnych i lokowania ich w formie pożyczki dla jednostki gospodarczej (obligacje) lub zakupu udziału w jej własności (akcje). Aby to uruchamianie i lokowanie wolnych środków stało się realne, wymienione formy przepływów pieniężnych muszą być konkurencyjne w stosunku do lokat bankowych i zasileń kredytowych. Istnieje silny związek pomiędzy rozszerzaniem lokat w formie akcji i obligacji a wykształceniem się i utrwaleniem postaw przedsiębiorczych przejawiających się myśleniem kategoriami majątkowymi. Ze strony posiadaczy wolnych środków pieniężnych wiąże się to z wyborem takiego sposobu ich ulokowania, który przynosić będzie możliwie najwyższe dochody, zaś ze strony jednostek prowadzących działalność gospodarczą - z doбором najbardziej korzystnych form zasilania pieniężnego. Chodzi tutaj o stworzenie odpowiednich warunków, w których dysponent wolnych środków pieniężnych mógłby podjąć w pełni ekonomicznie uzasadnioną decyzję co do wyboru pomiędzy ulokowaniem ich w banku na długi termin lub zakupem obligacji czy akcji, biorąc pod uwagę zarówno przewidywane korzyści, jak i możliwe ryzyko. Jednocześnie przedsiębiorca mający

\* Dr, adiunkt w Zakładzie Analizy i Diagnostyki Ekonomicznej Instytutu Ekonomik Stosowanych UŁ.

zapotrzebowanie na środki pieniężne winien mieć wszystkie dane dla podjęcia decyzji o wyborze pomiędzy zaciągnięciem kredytu bankowego a emisją obligacji czy akcji. Powinna istnieć prawidłowa gra: stopa oprocentowania lokat bankowych, stopa oprocentowania obligacji i stopa zysku z zainwestowanych środków pieniężnych. Czynnikiem, który zaktywizowałby mechanizm omawianych przepływów pieniężnych, byłyby płynne kursy papierów wartościowych, kształtowane swobodnie na rynku kapitałowym poprzez relacje popytu i podaży. Prawidłowy mechanizm powiązań finansowych powinien prowadzić do pełnej zbieżności celów i interesów dysponentów i nabywców środków pieniężnych.

Obecny stan naszej gospodarki nie sprzyja ukształtowaniu tego mechanizmu, toteż wprowadzanie do niej omawianych form zasilania finansowego odbywa się powoli i z dużymi oporami.

Bardziej szczegółowa analiza przyczyn musi być poprzedzona przedstawieniem zasad funkcjonowania owych form zasilania pieniężnego przedsiębiorstw.

Obligacje są instrumentem pożyczkowym. W sposób bezpośredni wiążą dłużnika, którym jest emitent obligacji z wierzycielem, czyli posiadaczem papierów wartościowych. Najczęściej obligacje są związane z dochodem stałym. Oznacza to, że reprezentują wiarytelność, której wielkość (zarówno kapitału, jak i dochodu) jest w kwocie pieniężnej określana już w chwili emisji, tzn. wypuszczenia ich do obiegu. Dlatego też obligacje są w dużym stopniu niezależnione od ryzyka gospodarczego. Z drugiej strony jednak występuje możliwość, że ulegną deprecjacji w związku z inflacją. Możliwym zabezpieczeniem wierzyciela przed skutkami procesu inflacyjnego jest indeksacja, polegająca na tym, że albo oprocentowanie obligacji, albo kurs jej wykupu lub wreszcie obie te wielkości łącznie są kształtowane w stosunku do określonego wskaźnika przyjętego za podstawę indeksacji. Jednakże klasyczne obligacje są oprocentowane według niezmiennej stawki i charakteryzują się bardzo długim, tj. 20-30-letnim okresem dyskonta. Spłacenie długu zaciągniętego w momencie sprzedaży obligacji odbywa się w drodze jej wykupu. W przypadku obligacji średnioterminowych (15-letnich) wykup ten odbywa się jednorazowo w określonym z góry terminie. W przypadku obligacji długoterminowych wykup może przebiegać ratalnie.

. Spośród wielu rodzajów obligacji wymienić też trzeba obligacje wymienne na akcje (wymienialność ta nosi nazwę konwersji). Obligacje takie mogą być zamienione na akcje w określonym czasie i na podstawie z góry ustalonego kursu wymiennego.

Obligacje jako instrument pozyskiwania środków pieniężnych mogą być emitowane przez państwo, władze municypalne, banki, przedsiębiorstwa. Na rynku papierów wartościowych kluczowe znaczenie mają obligacje skarbowe i komunalne. Są one ważnym elementem polityki monetarnej państwa. Skarb państwa za pomocą wyznaczonych banków emituje i skupuje obligacje, sterując w ten sposób tempem obiegu pieniądza.

W Polsce w okresie powojennym dwukrotnie państwo emitowało obligacje (w końcu lat czterdziestych i na początku pięćdziesiątych). Celem emisji było zgromadzenie środków na odbudowę i rozwój kraju. Po kilkudziesięcioletniej przerwie propozycje emisji obligacji-pożyczki państwowej były wysuwane na początku lat osiemdziesiątych. Celem emisji miało być pobudzenie gospodarki dla przełamania kryzysu. Do emisji tej jednak, jak wiemy, nie doszło.

Emitowane przez przedsiębiorstwa obligacje komercyjne mają na celu przyciągnięcie kapitału.

W połowie lat osiemdziesiątych przedsiębiorstwa uzyskały możliwość gromadzenia środków na cele rozwojowe w drodze emisji obligacji. Początkowo kwestię emisji obligacji regulowało "Rozporządzenie Rady Ministrów z 22 listopada 1985 r."<sup>1</sup> (weszło w życie 1 stycznia 1986 r.).

Rozporządzenie to stanowiło, iż:

- obligacje mogły emitować przedsiębiorstwa państwowe,
- obligacje były imienne,
- nabywać obligacje mogły jednostki gospodarki uspołecznionej,
- obligacje mogły być zbywane (chyba, że minister finansów ograniczył obrót obligacjami),
- zgodę na emisję obligacji wyrażał minister finansów na wniosek przedsiębiorstwa.

Do wniosku należało dołączyć:

- uzasadnienie celowości emisji,

<sup>1</sup> "Dziennik Ustaw" 1985, nr 55, poz. 280.

- plan emisji obligacji,
- dokumenty i kalkulacje wskazujące, że przedsiębiorstwo będzie miało środki finansowe na wykup obligacji, zapłacenie oprocentowania oraz na koszty eksploatacji przedsięwzięcia zrealizowanego w oparciu o emisję obligacji,
- opinię organu założycielskiego o celowości emisji obligacji,
- opinię Komisji Planowania przy Radzie Ministrów, jeżeli ze środków pochodzących z emisji obligacji miało być sfinansowane przedsięwzięcie o znaczeniu strukturalnym i zasięgu ogólnokrajowym.

Wśród postanowień omawianego rozporządzenia bardzo ważne było również to, w którym stwierdzono, iż "przedsiębiorstwo państwowe uprawnione do emisji obligacji (dłużnik) zobowiązuje się wobec właściciela obligacji (wierzyciel) do zapłaty w sposób i w terminach określonych w obligacji - ustalonego oprocentowania oraz określonej w obligacji kwoty pieniężnej, jak również do spełnienia przyjętych na siebie innych zobowiązań (np. zapewnienia dostaw produkcji i świadczenia usług)".

Rozporządzenie to obowiązywało przez okres trzech lat. W początkowej fazie wiązano z tą drogą poziomych zasileń finansowych spore nadzieje dotyczące gromadzenia środków na rozwój przedsiębiorstw. Wkrótce jednak podniosły się głosy krytykujące zbyt duże ograniczenia zarówno po stronie podaży obligacji (konieczność wyrażenia zgody na emisję przez ministra finansów i długa lista warunków, które musiał spełnić emitent oraz dopuszczenie emisji tylko przez przedsiębiorstwa państwowe), jak i po stronie popytu (obligacje mogły nabywać tylko jednostki gospodarki społecznej). Zastrzeżeń tych było zresztą więcej. Zostaną one omówione nieco dalej.

W okresie, gdy obowiązywało umawiane rozporządzenie niewiele przedsiębiorstw skorzystało z tego sposobu zasilania finansowego. Doświadczenia tych nielicznych przedsiębiorstw, które "przecierały ścieżki" dla następnych, wskazywały na zbyt długą i uciążliwą procedurę postępowania związanego z emisją. Składały się na to: długi okres gromadzenia niezbędnych dokumentów, czas oczekiwania na zgodę ministra finansów i wreszcie oczekiwanie na druk obligacji w Wytwórni Papierów Wartościowych. Wynikłe z wymienionych tu przyczyn znaczne odroczenie momentu emisji w stosunku do chwili

li, gdy zainteresowane przedsiębiorstwa podjęły decyzję o wyborze tej drogi zasilania finansowego, spowodowało w niektórych przypadkach wystąpienie nieoczekiwanych trudności i kłopotów w postaci znacznej rozbieżności między łączną kwotą uzyskaną ze sprzedaży obligacji a ostateczną kwotą niezbędną do zawarcia transakcji, na którą środki były gromadzone. Do powstania tej rozbieżności przyczynił się właśnie czynnik czasu, a decydującą rolę odegrały tutaj: inflacja, zmiany kursów walut w obrocie międzynarodowym oraz zmiany ceł.

Kolejnym aktem prawnym regulującym kwestię emisji obligacji była ustawa o obligacjach z 27 września 1988 r.<sup>2</sup>, która weszła w życie 1 listopada 1988 r. Na mocy tejże ustawy obligacje mogą emitować:

- jednostki gospodarki uspołecznionej i nieuspołecznionej mające osobowość prawną,
- rady narodowe,
- organizacje społeczne mające osobowość prawną, które obok działalności statutowej prowadzą działalność gospodarczą,
- fundacje prowadzące działalność gospodarczą.

Nabywać obligacje mogą: osoby prawne, jednostki organizacyjne nie mające osobowości prawnej oraz osoby fizyczne. Tak więc ustawa przyniosła zmniejszenie ograniczeń zarówno po stronie podaży obligacji, jak i popytu na nie.

Omawiana ustawa, podobnie jak poprzednio obowiązujące rozporządzenie, przewiduje możliwość zobowiązania się emitenta obligacji do spełnienia dodatkowych świadczeń na rzecz nabywców obligacji. Nie przytaczając tutaj innych szczegółowych postanowień, stwierdzić możemy ogólnie, iż ustawa przyniosła zniesienie wymogu uzyskiwania zgody ministra finansów na emisję obligacji oraz uproszczenie procedury postępowania, co jednak pociągnęło za sobą konieczność wprowadzenia zabezpieczeń dla potencjalnych nabywców obligacji. Zabezpieczenia te, to m. in. ograniczenie maksymalnej wartości emisji wraz z sumą należnego oprocentowania do 50% funduszu statutowego lub kapitału zakładowego albo funduszu własnego nie obciążonego zobowiązaniami w dniu emisji, jak również zobowiązanie emitenta do podania do publicznej wiadomości (w przypadku

<sup>2</sup> "Dziennik Ustaw" 1988, nr 34, poz. 254.

rozpisania subskrypcji) lub do adresatów ofert indywidualnych - szerokiego zakresu danych umożliwiających orientację w finansach emitenta i ewentualnych efektach przedsięwzięcia.

Jakkolwiek zmniejszeniu uległy ograniczenia po stronie podaży obligacji i popytu na nie, daleko jest jeszcze do upowszechnienia się tej formy zasilania finansowego przedsiębiorstw. Dzieje się tak dlatego, że nie zostały jeszcze spełnione warunki niezbędne, aby emisja obligacji mogła być korzystna zarówno dla emitentów, jak i dla nabywców. Zdaniem W. Sadzikowskiego<sup>3</sup> warunkami tymi są:

- istnienie liczącego się w gospodarce rynku kapitałowego,
- zrównoważenie rynku towarowego,
- otwarcie gospodarki narodowej.

Tymczasem w Polsce nie ma silnego rynku kapitałowego, kraj jest ciągle jeszcze w dużym stopniu zamknięty dla zagranicy, w dalszym ciągu mamy też do czynienia z niezrównoważonym rynkiem towarowym. Niezrównoważony rynek doprowadził zresztą do usankcjonowania w ustawie o obligacjach (podobnie jak we wcześniej obowiązującym rozporządzeniu) transakcji wiązanych. Niczym innym przecież jak właśnie transakcją związaną jest sprzedaż obligacji, której towarzyszy zobowiązanie emitenta do dodatkowych świadczeń (dostaw wyrobów lub wykonania usług) na rzecz nabywcy obligacji. Wydaje się, że obecnie właśnie możliwość zapewnienia sobie owych dodatkowych świadczeń jest głównym czynnikiem wpływającym na podejmowanie decyzji o zakupie obligacji. Można się spodziewać, że w miarę dochodzenia do równowagi gospodarczej czynnik ten odgrywać będzie coraz mniejszą rolę, a na plan pierwszy wysuną się przesłanki o charakterze finansowym. Wówczas też popyt na obligacje wyznaczać będą relacje między stopami:

- oprocentowania obligacji i oprocentowania bankowych wkładów długoterminowych,
- ryzyka lokaty w obligacjach i na rachunkach bankowych,
- płynności lokaty w obligacjach i na kontach bankowych.

Dwie pierwsze z wymienionych kwestii są ze sobą ściśle związane. W rozwiniętych krajach kapitalistycznych istnieje system ubez-

---

<sup>3</sup> W. S a d z i k o w s k i, O kreacji obligacji w PRL, "Finanse" 1987, nr 1.



pieczeń właścicieli wkładów bankowych na wypadek bankructwa banku. Ceną za zmniejszenie ryzyka ponoszonego przez depozytariuszy jest wzrost kosztów bankowych i obniżenie poziomu oprocentowania wkładów<sup>4</sup>. Wielu właścicieli kapitału jest skłonnych ponieść zwiększone ryzyko mając równocześnie szansę uzyskiwania wyższych odsetek. Zaangażowanie kapitału w zakup akcji może się z kolei okazać zbyt ryzykowne. Stąd znaczna część właścicieli kapitału jest skłonna zainwestować w coś pomiędzy czystym wkładem oszczędnościowym a akcjami przedsiębiorstw. Tę pośrednią pozycję zajmują właśnie obligacje.

Co się tyczy płynności lokat, W. Sadzikowski słusznie zauważa, że płynność wkładu w obligacje może być mniejsza niż wkładu bankowego, bowiem tylko formalnie można obligacje sprzedawać każdego dnia, gdy jest czynna giełda papierów wartościowych, faktycznie zaś możliwość sprzedaży obligacji jest uzależniona od popytu na nie.

Jak zostało wcześniej powiedziane, emisja obligacji komercyjnych służy alokacji kapitału, przy czym celem emisji jest przyciągnięcie kapitału na stałe. Klasyczne obligacje, charakteryzujące się bardzo długim (20-30-letnim) okresem dyskonta w aspekcie psychologicznym zapewniają dużą stabilność i z tego powodu są rozpowszechnioną formą lokat. Forma ta jest bardzo korzystna z punktu widzenia przedsiębiorstwa przyciągającego kapitał. Zdarzają się wprawdzie jednorazowe emisje obligacji i dane przedsiębiorstwo po upływie okresu dyskonta może więcej nie korzystać z tej formy zasilania finansowego, jednak zazwyczaj pozyskiwanie środków w drodze emisji obligacji ma charakter ciągły. W praktyce odbywa się to w ten sposób, że sumy dyskonta, jakie należy wypłacić po upływie przewidzianego okresu, uzyskuje się ze sprzedaży obligacji z kolejnej emisji. W ten sposób przedsiębiorstwo nieprzerwanie dysponuje powierzonymi środkami obcymi. Ten sam efekt można osiągnąć za pomocą kredytu bankowego, tj. zaciągając następny kredyt na spłnienie poprzedniego. Z różnych względów jednak wykorzystanie obligacji może być dla przedsiębiorcy bardziej atrakcyjne, m. in. dlatego, że nie uzależnia się on od jednego wierzyciela, lecz od

<sup>4</sup> A. S o p ó ł k o, Obligacje? "Życie Gospodarcze" 1989, nr 31.

wielu wierzycieli. Może on przy tym dążyć do minimalizacji kosztów gromadzenia kapitału, tzn. ustalić oprocentowanie obligacji na poziomie atrakcyjnym dla potencjalnych nabywców, zapewniającym konkurencyjność w stosunku do innych form lokaty, jednak niezbyt wysokim, aby nadmiernie nie obciążał kosztów.

Również kwota dyskonta, którą należy wypłacić po latach, powinna być dobrze wyważona. Dla potencjalnego nabywcy obligacji najlepszą gwarancją korzystnej lokaty jest jednak ugruntowana pozycja i dobre imię firmy. Zachęta ta może jednak okazać się niewystarczająca, jeżeli emisja obligacji odbywa się w warunkach kryzysowych. W takiej sytuacji dodatkowym zabezpieczeniem dla nabywców jest wprowadzenie obligacji pod zastaw ruchomego wyposażenia firmy.

Możemy zatem stwierdzić, że emisja obligacji w normalnych warunkach gospodarczych jest znakomitym sposobem gromadzenia kapitału na długie okresy, przede wszystkim dla przedsiębiorstw o ugruntowanej pozycji. Tymczasem obecnie obserwujemy, co prawda stopniowe, zwiększanie się aktywności przedsiębiorstw w wykorzystywaniu tej drogi gromadzenia środków, jednak są to dopiero pierwsze próby w tym kierunku, próby dokonywane z jednej strony z pewnymi ograniczeniami, z drugiej zaś - z dużą przypadkowością. Ograniczenia są związane z tym, że wobec niezrównoważenia rynku towarowego emitenci obligacji posługują się metodą transakcji wiązanych i poprzez deklaracje dodatkowych świadczeń związanych z obligacjami niejako zmuszają do nabywania towaru, którym w tym przypadku są obligacje. Przypadkowość transakcji zakupu obligacji zwłaszcza przez osoby prywatne wynika stąd, że w warunkach inflacji, a zwłaszcza hiperinflacji istnieje znaczne zapotrzebowanie na korzystne lokaty.

Wobec ustabilizowania kursu dolara i w sytuacji najczęściej mało atrakcyjnej stopy oprocentowania wkładów bankowych, relatywnie wzrasta atrakcyjność lokaty w obligacjach. Ponieważ jednak podaż obligacji jest niewielka, praktycznie wszystkie obligacje wyemitowane przez przedsiębiorstwa mają szansę znaleźć nabywcę, przy czym pozycja firmy nie jest czynnikiem decydującym. Zbyt małe jest jeszcze w tej początkowej fazie tworzenia rynku kapitałowego doświadczenie w obrocie papierami wartościowymi, aby wybór formy lokaty był poprzedzony wnikliwszą analizą. Zakup obligacji ma



jeszcze ciągle charakter gorączkowy i przypadkowy. Podobnie zresztą rzecz ma się z akcjami.

Tak samo jak obligacje - akcje są papierami wartościowymi, w przeciwieństwie do tamtych jednak mają zmienny dochód. Tak jak obligacje wiążą bezpośrednio emitenta (dłużnika) ze źródłem finansowania (wierzycielem). Istotna różnica między akcjami i obligacjami polega na tym, że obligacje są instrumentem pożyczkowym, natomiast akcje są formą finansowania własnościowego. Akcja reprezentuje bowiem określoną część kapitału zakładowego spółki akcyjnej i stanowi tytuł własności części kapitału założycielskiego. Z tego też względu akcja jest uzależniona od ryzyka gospodarczego podejmowanego przez przedsiębiorstwo-emitenta. Jej posiadaczowi przysługuje dywidenda, której wysokość zależy od rozmiarów wygenerowanego zysku oraz od decyzji o jego podziale. Z akcją, jako formą finansowania własnościowego, wiąże się oczywiście i druga strona zagadnienia - jej właściciel odpowiada do wysokości wartości akcji za straty i zobowiązania danej spółki akcyjnej. Akcja nie ma więc gwarancji oprocentowania, a przypadająca dywidenda przynosi jej posiadaczowi zmienne oprocentowanie kapitału. Z drugiej strony - o czym była wcześniej mowa - o ile obligacje ulegają deprecjacji w procesie inflacyjnym, wartość akcji jest uzależniona od wartości i przyrostu wartości aktywów rzeczowych danej spółki akcyjnej.

W gospodarce kapitalistycznej akcja nadaje jej właścicielowi prawo głosu na walnym zebraniu akcjonariuszy, podejmującym zasadnicze decyzje dotyczące działalności spółki i wybierającym władze spółki, dzielącym zyski. Wejście w posiadanie kontrolnego pakietu akcji, zapewniającego przewagę w głosowaniu, umożliwia faktyczne kierowanie spółką akcyjną.

Ta forma zdobywania środków finansowych była znana w Polsce w okresie międzywojennym i została dokładnie uregulowana prawnie w Kodeksie handlowym z 1934 r. (art. 316-324). Na mocy ustawy z 6 lipca 1982 r. o zasadach prowadzenia na terytorium PRL działalności gospodarczej w zakresie drobnej wytwórczości przez zagraniczne osoby prawne i fizyczne<sup>5</sup> oraz ustawy z 23 kwietnia 1986 r.

---

<sup>5</sup> "Dziennik Ustaw" 1985, nr 13, poz. 58.

o spółkach z udziałem zagranicznym<sup>6</sup>, w formie spółek mogą być zorganizowane przedsiębiorstwa zagraniczne i z udziałem zagranicznym działające w sferze drobnej wytwórczości, przedsiębiorstwa międzynarodowe tworzone na mocy umowy między rządem naszego kraju a rządem innego państwa, ponadto spółki polskich osób prawnych z udziałem zagranicznym. Jednakże w żadnym z aktów prawnych z tamtego okresu, przewidujących tworzenie różnego rodzaju spółek (poza wymienionym kodeksem handlowym), nie przewidziano możliwości gromadzenia kapitału w drodze publicznej sprzedaży akcji. Pojawiać się jednak zaczęła coraz częściej teza o potrzebie przewyższenia dominującej roli sektora państwowego w gospodarce. Jedną z dróg przekształcania dotychczasowego sektora państwowego (obok jego reprivatyzacji) może być przekształcanie przedsiębiorstw państwowych we własność grupową. Może się ono odbywać albo w drodze nieodpłatnego nadania pracownikom tytułu własności przedsiębiorstw, w których są zatrudnieni, albo w drodze wykupu tytułu własności, czyli w drodze zakupu akcji. Za zastosowaniem metody wykupu akcji przemawia to, że zakup tytułu własności tworzy odpowiednią motywację ekonomiczną do efektywnego gospodarowania nabytym majątkiem oraz do efektywnej pracy, jak również to, że sprzedaż tytułów własności przez państwo może stanowić ważny czynnik przywracania równowagi budżetowej. Istnieją oczywiście również argumenty przeciwko takiemu rozwiązaniu. Bodaj najważniejszym z nich jest ten, że ludność, a zwłaszcza pracownicy przedsiębiorstw, którzy mieliby stać się potencjalnymi nabywcami akcji, dysponują niewielkimi zasobami pieniężnymi. Przy założeniu powszechnego i możliwie równomiernego udziału pracowników w zakupie akcji całkowite możliwości zakupu byłyby limitowane przez pracowników najuboższych i najmniej skłonnych do inwestowania.

Dopiero w 1989 r. na mocy ustawy o niektórych warunkach konsolidacji gospodarki narodowej<sup>7</sup> zostało usankcjonowane przekształcanie przedsiębiorstw państwowych w spółki, co znalazło wyraz w nadaniu art. 29 ustawy o przedsiębiorstwach państwowych następującego brzmienia: "... w gospodarczo uzasadnionych przypadkach ra-

<sup>6</sup> "Dziennik Ustaw" 1986, nr 17, poz. 88.

<sup>7</sup> "Dziennik Ustaw" 1989, nr 10, poz. 97.

da pracownicza i dyrektor przedsiębiorstwa państwowego, za zgodą ogólnego zebrania pracowników mogą wspólnie wnioskować do organu założycielskiego o wyrażenie zgody na przekształcenie przedsiębiorstwa w spółkę".

Z przekształcaniem przedsiębiorstw państwowych w spółki z udziałem pracowników wiąże się wiele ważnych kwestii ekonomicznych i prawnych wymagających pilnego rozwiązania:

- prawo do reprezentowania skarbu państwa w zakresie podejmowania decyzji o zmianie tytułu własności mienia ogólnonarodowego,
- proporcje pomiędzy kapitałem pracowników-akcjonariuszy i kapitału wniesionego przez byłe przedsiębiorstwo w ramach kapitału zakładowego (akcyjnego) spółki,
- skład władz spółki i ich obsada personalna,
- pakiet akcji posiadanych przez pracowników,
- sytuacja pracowników nie będących akcjonariuszami - w tym ich prawo do udziału w wygoszodarowanym zysku.

Wszystkie wymienione kwestie szczegółowe, jak i zasadniczy problem: czy przekształcać przedsiębiorstwa państwowe w spółki z udziałem pracowniczym czy też tworzyć spółki akcyjne dopiero po zgromadzeniu odpowiedniego kapitału wykraczają poza ramy niniejszych rozważań. Pozostając w nurcie zasadniczym stwierdzić należy, iż jak dotąd w polskiej praktyce gospodarczej znacznie częściej mamy do czynienia z gromadzeniem kapitału w formie emisji obligacji aniżeli akcji. Jednak zawrotne powodzenie subskrypcji akcji DREWBU DU wskazuje, że i ta forma lokaty cieszyć się może powodzeniem.

Do szerszego upowszechniania akcji, a tym samym rozszerzenia rynku papierów wartościowych, przyczyni się wprowadzenie w życie postanowień ustawy z 13 lipca 1990 r. o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. Przewiduje ona możliwość przekształcenia przedsiębiorstwa w spółkę. Spółka powstała w wyniku przekształcenia przedsiębiorstwa państwowego pozostaje jednoosobową spółką skarbu państwa do chwili udostępnienia akcji osobom trzecim. Zbywanie akcji następuje na zasadach określonych przez Kodeks handlowy. Decyzję w sprawie udostępnienia akcji podejmuje Minister Przekształceń Własnościowych. Na mocy art. 23 ustawy akcje należące do skarbu państwa są zbywane:

- w drodze przetargu,

- na podstawie oferty ogłoszonej publicznie,
- w wyniku rokowań podjętych na podstawie publicznego zaproszenia.

Poza ogólnymi zasadami udostępniania akcji prywatyzowanych przedsiębiorstw ustawa określa także preferencje dla pracowników przedsiębiorstwa państwowego przekształconego w spółkę. Artykuł 24 stanowi, że pracownikom przysługuje prawo zakupu na zasadach preferencyjnych do 20% całkowitej liczby akcji tej spółki należących do skarbu państwa. Preferencje polegają na sprzedaży pracownikom akcji po cenie obniżonej o połowę w stosunku do ceny oferowanej w pierwszym dniu sprzedaży, ustalonej dla osób fizycznych, będących obywatelami polskimi. Poza tym pracownicy zachowują prawo do nabywania dalszych akcji na zasadach ogólnych.

Mając na względzie wyrażone wcześniej wątpliwości co do wyboru drogi prywatyzacji (nieodpłatne nadanie tytułu własności czy jego wykup) podkreślić należy, że ustawa zawiera rozwiązanie kompromisowe. Artykuł 25 stanowi, iż nabycie praw z akcji spółek powstałych w wyniku przekształcenia przedsiębiorstw państwowych może być opłacane za pomocą bonów prywatyzacyjnych, które będą przydzielane nieodpłatnie w równej ilości wszystkim obywatelom RP zamieszkałym w kraju. Zapłata za akcje nabywane od skarbu państwa może być dokonywana także w papierach wartościowych.

Obecnie pozytywny wpływ na wielkość obrotu obligacjami i akcjami, zarówno od strony podażowej, jak i popytowej, może mieć fakt, że na mocy ustawy o podatku dochodowym<sup>8</sup> oraz ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych<sup>9</sup> wolne od podatku są dochody z obligacji (odsetki) oraz dochody ze sprzedaży obligacji i akcji. Dochód ze sprzedaży wymienionych papierów wartościowych jest to nadwyżka przychodów z tego źródła nad kosztami ich uzyskania, osiągnięta w roku podatkowym.

W emisji akcji i obrocie nimi niezbędne są te same zabezpieczenia, których potrzebę wysuwa się w odniesieniu do obligacji. W miarę zaś upowszechnienia jednej i drugiej formy lokat, co niewątpliwie będzie następowało wraz z powrotem gospodarki do równowagi

<sup>8</sup> "Dziennik Ustaw" 1989, nr 27, poz. 147; nr 74, poz. 443.

<sup>9</sup> "Dziennik Ustaw" 1989, nr 3, poz. 12; nr 54, poz. 320; nr 74, poz. 443.

i wzmacnianiem się rynku kapitałowego, coraz wyraźniejsza stawać się będzie potrzeba powołania komisji papierów wartościowych z zadaniem kontroli wiarygodności danych dotyczących faktycznej sytuacji emitentów wszystkich papierów wartościowych. Stopniowo też upowszechniać się zaczną nowe - w naszych warunkach - kategorie zysków i strat kapitałowych i rozstrzygnięcia wymagać będzie kwestia, jak powinny być one traktowane w systemie podatkowym. Obecne rozwiązanie tej kwestii prawdopodobnie nie jest ostateczne.

Elżbieta Włodarczyk

#### BONDS AND SHARES AS FORMS OF EXTERNAL FINANCIAL FEEDING OF COMPANIES

Shares and bonds are novel forms of external financial feeding of economic units in the postwar economy of Poland. They are instruments for mobilizing free monetary resources and locating them in the form of loans for an economic unit (bonds) or for purchasing shares of its property (shares). For such mobilizing and locating free financial resources to be effective it is necessary for these forms of streams of financial resources to be competitive in relation to bank deposits and credit facilities. In turn, in order to expand these forms of investments it is necessary to develop and consolidate entrepreneurship characterized by the thinking in economic categories. The present state of the Polish economy only begins to create conditions for emergence of the money market.

The article sheds some light on the principles of bonds and shares functioning and it outlines conditions for formation of the money market in Poland.