

mogą dotyczyć rachunków decyzyjnych przeprowadzanych incydentalnie jak na przykład wyliczenie określonych wskaźników dotyczących ogólnej oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa (badanie rentowności, badanie płynności itp.)

Poziom języka zapytań i programów aplikacyjnych. Poziom ten obejmuje narzędzia do tworzenia raportów informacyjnych wykorzystujących dane ujęte na wszystkich niższych szczeblach. Narzędzia te tworzyć mogą języki zapytań pozwalające na bezpośrednie definiowanie informacji potrzebnej przez decydenta, a dotyczącej kształtowania się określonych zjawisk finansowych oraz programy aplikacyjne zawierające określone procedury analityczno-decyzyjne (np. analizę rentowności, analizę płynności, rachunki inwestycyjne itp.). Wyniki przetwarzania mogą być wykorzystane jednorazowo przez decydenta, mogą stanowić również obiekt do przechowywania na poziomie danych rzeczywistych.

Podsumowując można stwierdzić, że zarządzanie finansami w dużych i średnich przedsiębiorstwach wymaga nowych rozwiązań technologicznych umożliwiających szybki i pełny dostęp do informacji. Rozwiązaniem może być przedstawiony w artykule sposób pomiaru i modelowania zdarzeń w bazie danych. Uproszczoną wersję takiego systemu można znaleźć w pracy (Głodek i in. 2000)²⁶⁹. Przedstawione tam rozwiązanie zostało zweryfikowane w praktyce i jest wykorzystywane w dydaktyce Uczelni.

3.3. Ukraińskie spółki na rynku kapitałowym w Polsce i ich przyszłość w kontekście niestabilności polityczno-gospodarczej

Wyposażenie przedsiębiorstwa w kapitał, stanowi niezbędny warunek jego funkcjonowania i rozwoju. Przedsiębiorstwa w sytuacji niewystarczającej wielkości kapitału sięgają po różne formy finansowania: zewnętrzne albo wewnętrzne. W przypadku finansowania zewnętrznego naturalnym miejscem pozyskania kapitału w gospodarce wolnorynkowej jest rynek finansowy, w tym Giełda Papierów Wartościowych. Za pośrednictwem instrumentów finansowych czasowo wolne środki pieniężne udostępniane są tym, którzy zgłaszają na nie zapotrzebowanie.

Współcześnie, gospodarki krajów wysoko uprzemysłowionych, charakteryzują się istnieniem rozwiniętych rynków finansowych, które zapewnić mają dopływ odpowiedniej wielkości kapitału do gospodarki, aby umożliwić jej stały rozwój. Łatwy dostęp do źródeł finansowania wyznacza warunki funkcjonowania przedsiębiorstw w gospodarce, umożliwia im rozwój i utrzymanie przewagi konkurencyjnej na rynku, jak również determinuje wzrost

²⁶⁹ Głodek Z., Budziński R., Becker J. (2000), *Komputerowy system informacji finansowo-księgowej w przedsiębiorstwie*, «INFORMA» Wydawnictwo i drukarnia Wydziału Informatyki Politechniki Szczecińskiej, Szczecin.

i rozwój gospodarki. Tym samym w obliczu słabo rozwiniętego rynku finansowego Ukrainy, problemów z pozyskaniem kapitału przez spółki ukraińskie na rodzimym rynku, zagraniczne rynki finansowe stają się alternatywą w poszukiwaniu finansowania dla firm z Ukrainy.

W ciągu całej działalności Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie obserwuje się stale rosnącą liczbę spółek zagranicznych, w tym spółek ukraińskich. W kontekście niestabilności polityczno-gospodarczej na Ukrainie pojawia się pytanie o ich przyszłość na GPW w Warszawie.

Artykuł ma na celu wskazać, jakie czynniki determinują ryzyko związane upadłością lub też wycofaniem dotychczas notowanych ukraińskich spółek na warszawskim parkiecie, czy źródła tych czynników związane są z obecną sytuacją polityczno-gospodarczą Ukrainy.

Podczas przygotowania artykułu wykorzystano analizę literatury oraz analizę danych statystycznych charakteryzujących wybrane aspekty rynku finansowego w Polsce.

Istota kapitału

Pojęcie kapitału stanowi dość niejednoznaczną kategorię ekonomiczną. Prezentowane w literaturze przedmiotu różne stanowiska na temat istoty kapitału wskazują, że jego natura może być różna. Pojęcie kapitału do ekonomii wprowadził François Quesnay. Według niego kapitał to dobra wcześniej zgromadzone w celu podjęcia i prowadzenia produkcji (Jerzemowska M., 1999, s. 13)²⁷⁰. Kategoria kapitału może być rozpatrywana w ujęciu rzeczowym oraz pieniężnym. Pojęcie kapitału, utożsamiane z zasobowym jego charakterem, interpretowane jest jako zasób rzeczowy, materialny, który niezbędny jest do prowadzenia działalności gospodarczej, z których wytwarzane są nowe dobra. Taki sposób rozumienia kapitału reprezentował m.in. I. Fisher (Zob. Fisher I., 1906, s. 52²⁷¹, Fisher I., 1954, s. 331-333²⁷²), A. Smith (Zob. Smith A., 1937)²⁷³. Z kolei pojęcie kapitału utożsamiane z pieniężnym jego charakterem, nawiązuje do kategorii oszczędności, będące podażą kapitału. Takie ujęcie kapitału prezentowali A. R. J. Turgot (Zob. Turgot A. R. J., Paris, 1776)²⁷⁴ oraz J. B. Say (Zob. Say J. B., Paris, 1841)²⁷⁵.

W najszerszym ujęciu pojęcie kapitału traktuje się jako jeden z czynników produkcji tzw. kapitał fizyczny lub też utożsamia się go z źródłami finansowania

²⁷⁰ Jerzemowska M., *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.

²⁷¹ Fisher I., *The Nature of Capital and Income*, Macmillan, New York 1906.

²⁷² Fisher I., *The Theory of Interest*, Kelly & Millman, New York 1954.

²⁷³ Smith A., *An Inquiry into the Nature and Causes of The Wealth of Nations*, The Modern Library, New York 1937.

²⁷⁴ Turgot A. R. J., *Réflexions sur la formation et la distribution des richesses*, Paris, 1766.

²⁷⁵ Say J.B., *Traité d'économie politique ou Simple exposition de la manière dont se forment, se distribuent et se consomment les richesses*, Paris 1841.

aktywów tzw. kapitał finansowy (Gajdka J., 2002, s. 18²⁷⁶, Jerzemowska M., 1999, s. 13²⁷⁷).

Źródła kapitału mogą być grupowane według różnych kryteriów. Do najważniejszych z nich należą: kryterium źródła pochodzenia kapitału oraz kryterium sytuacji prawnej dostawcy kapitału.

Kryterium źródła pochodzenia kapitału pozwala wyróżnić kapitał wewnętrzny oraz zewnętrzny. Zasoby pieniężne, które zostały wygenerowane samodzielnie przez przedsiębiorstwo w drodze przekształcenia majątkowego lub też gromadzenia kapitału określa się mianem finansowania wewnętrznego, zaś sytuację, gdzie środki pieniężne pozyskiwane są ze źródeł pochodzących z zewnątrz przedsiębiorstwa finansowaniem zewnętrznym (Nawrot W., 2008, s. 43-44²⁷⁸, Panfil M., 2008, s. 13-14²⁷⁹).

Podstawowym kryterium podziału kapitału jest kryterium własności, które pozwala wyodrębnić kapitał własny i obcy. W praktyce kapitał w firmie może być wniesiony przez jego właścicieli lub wierzycieli. Kapitał własny jest kapitałem powierzonym przedsiębiorstwu przez jego właścicieli i w zależności od formy organizacyjno-prawnej podmiotu może on przyjmować różne formy. Jest on zaangażowany w działalność przedsiębiorstwa długoterminowo. Co więcej, kapitał ten pełni funkcję gwarancyjną firmy, albowiem jest źródłem pokrywania ewentualnych strat. Kapitał własny w przedsiębiorstwie może mieć swoje źródła wewnętrzne (np. zysk netto, amortyzacja), wówczas mówimy o tak zwanych kapitałach samofinansujących, bądź też pochodzić z zewnątrz (np. emisja akcji, dopłaty do kapitału itp.). Kapitał obcy natomiast to fundusze udostępniane przez wierzycieli, którzy oczekują jego zwrotu. Kapitał obcy oddany do dyspozycji przedsiębiorstwa ma charakter terminowy, co oznacza, że musi on być zwrócony w umówionym okresie wraz z należnym wynagrodzeniem z tytułu jego dysponowania. Kapitał obcy przybiera różne formy, w szczególności może nim być kredyt bankowy, dłużne papiery wartościowe, itp. Może on mieć charakter krótko- lub długoterminowy, gdzie czas dysponowania kapitałem obcym określa jego charakter i termin zwrotu (Gajdka J., 2002, s. 25-42)²⁸⁰.

Decyzje związane z wyborem źródeł finansowania w przedsiębiorstwie nie należą do łatwych, gdyż dotyczą one bezpośrednio problemu wyboru optymalnej struktury kapitału. Istotny wkład w rozwój teorii struktury kapitału

²⁷⁶ Gajdka J., *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.

²⁷⁷ Jerzemowska M., *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.

²⁷⁸ Nawrot W., *Rynek kapitałowy i jego rozwój*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2008.

²⁷⁹ *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa – studia przypadków*, pod red. M. Panfil, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2008.

²⁸⁰ Gajdka J., *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.

wniosły prace Duranda (Zob. Durand D., 1952, s. 215-262)²⁸¹ oraz Modiglianiego i Millera (Zob. Modigliani F., Miller M. H., 1958, s. 261-297)²⁸², lecz pomimo tego wciąż poszukuje się odpowiedzi na pytanie, czy owa optymalna struktura kapitału w ogóle istnieje, a jeżeli tak, to czy wpływa ona na rynkową wartość przedsiębiorstwa (Gajdka J, 2002, s. 61-62)²⁸³. Pomijając ten aspekt, należy wspomnieć o tym, iż przedsiębiorstwo zwiększając udział kapitału własnego w strukturze finansowania zmniejsza ryzyko utraty płynności finansowej, zaś decydując się na większy udział kapitałów obcych w większym stopniu korzysta z efektu dźwigni finansowej.

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jako miejsce pozyskania kapitału dla krajowych i zagranicznych spółek

Rynek kapitałowy w gospodarce wolnorynkowej odgrywa istotną rolę, albowiem jest miejscem mobilizacji, transformacji kapitału oraz jego alokacji (Banaszczak-Soroka U., 2008, s. 13-14)²⁸⁴. Rynek kapitałowy tworzy bardzo pojemną strukturę zarówno w odniesieniu do instrumentów finansowych, instytucji finansowych, jak i uczestników rynku. Nieodłączną częścią rynku kapitałowego jest Giełda Papierów Wartościowych.

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie powstała w 1991 roku, ma już za sobą prawie 25 lat swego funkcjonowania, i jest jednym z najbardziej dynamicznie rozwijających się rynków kapitałowych w Europie. Giełda w Warszawie prowadzi rynek regulowany dla akcji oraz instrumentów pochodnych, a także alternatywny rynek akcji NewConnect dla powstających lub małych firm. Funkcjonuje też na niej rynek przeznaczony dla emitentów obligacji korporacyjnych i komunalnych – rynek Catalyst oraz rynek energii.

Dobrze rozwinięty oraz sprawnie funkcjonujący rynek kapitałowy tworzy właściwe warunki w dostępie do kapitału oraz stymuluje rozwój gospodarki. O poziomie rozwoju rynku kapitałowego świadczy to, czy ów rynek jest dostatecznie duży, odpowiednio głęboki oraz płynny (Nawrot W., 2008, s. 22-23)²⁸⁵.

Poziom rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie wyznacza jej kapitalizacja, przez którą rozumie się wartość rynkową notowanych papierów wartościowych. Poziom kapitalizacji warszawskiej giełdy w ostatnich latach charakteryzował się dynamicznym wzrostem, wartość rynkowa notowanych spółek na koniec 2014 roku wynosiła blisko 600 mld zł i jest prawie trzykrotnie większa w porównaniu z wartością z 2004 roku. Poziom kapitalizacji rynku głównego jest kilkadziesiąt razy większy od rynku NewConnect, co świadczy o

²⁸¹ Durand D., *Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement*. Conference on Research in Business Finance, New York, National Bureau of Economic Research, 1952.

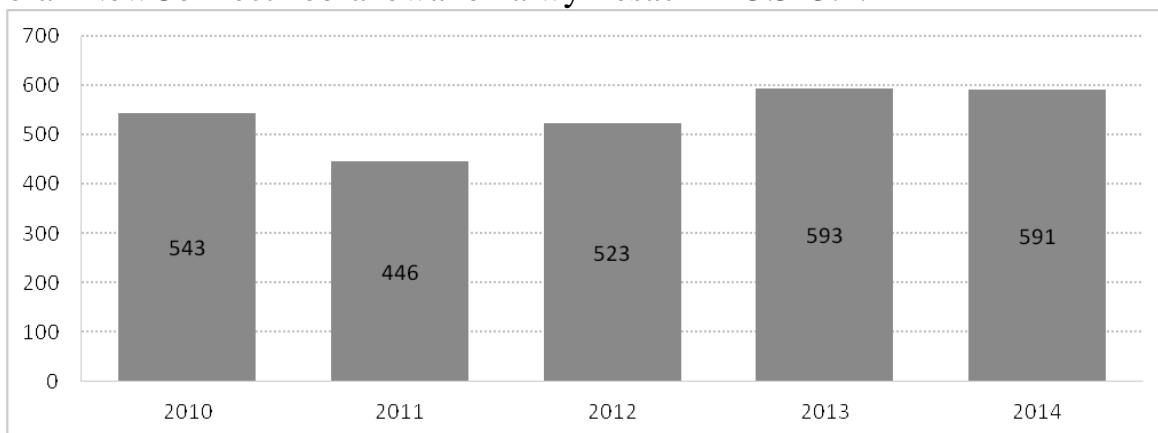
²⁸² Modigliani F., Miller M.H., *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*, American Economic Review, 1958, Vol. 48, No 3.

²⁸³ Gajdka J., *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.

²⁸⁴ Banaszczyk-Soroka U., *Instytucje i uczestnicy rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.

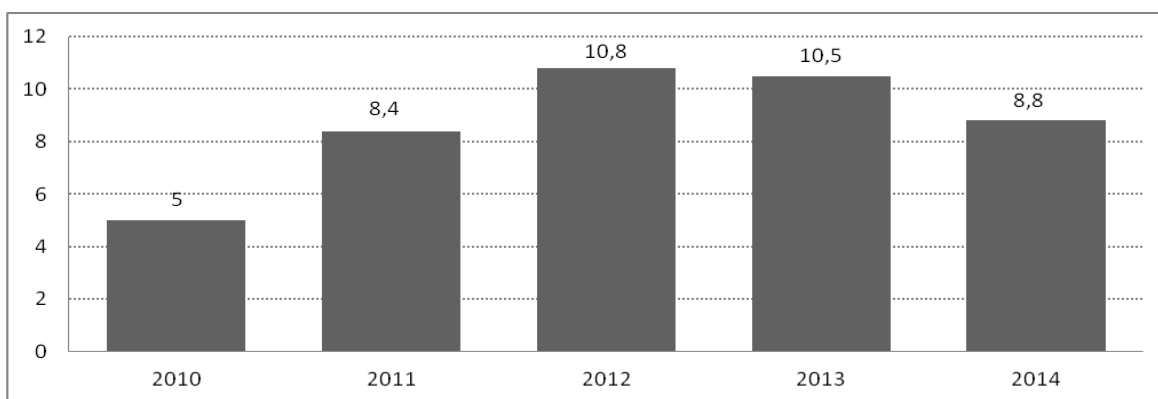
²⁸⁵ Nawrot W., *Rynek kapitałowy i jego rozwój*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2008.

tym, iż rynek główny GPW w Warszawie kierowany jest w stronę większych, o ustabilizowanej pozycji rynkowej firm, którym towarzyszą emisje o znacznej wartości. Szczegółowe informacje na temat kapitalizacji rynku głównego GPW oraz NewConnect zobrazowano na wykresach nr 3.3–3.4.



Wykres 3.3. Kapitalizacja spółek krajowych na GPW w Warszawie w latach 2010-2014 (w mld zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW

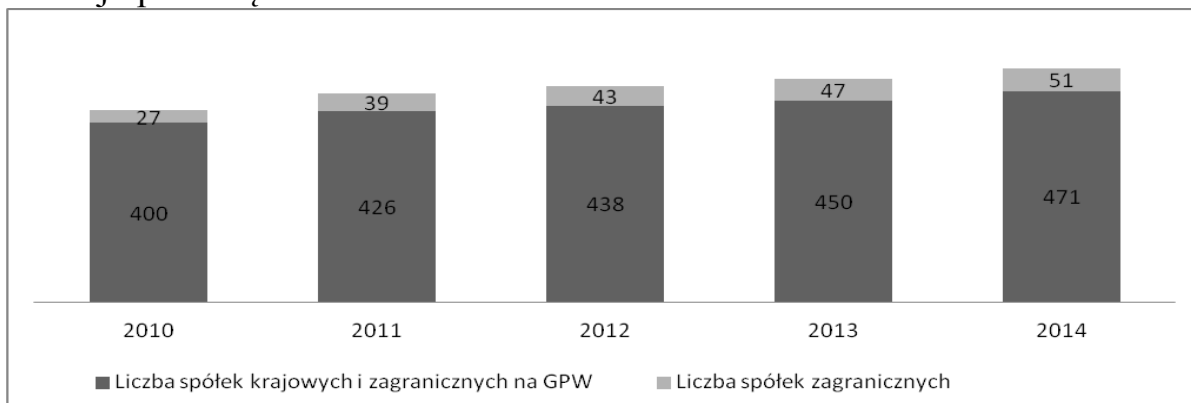


Wykres 3.4. Kapitalizacja spółek krajowych na rynku NewConnect w latach 2010-2014 (w mld zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW

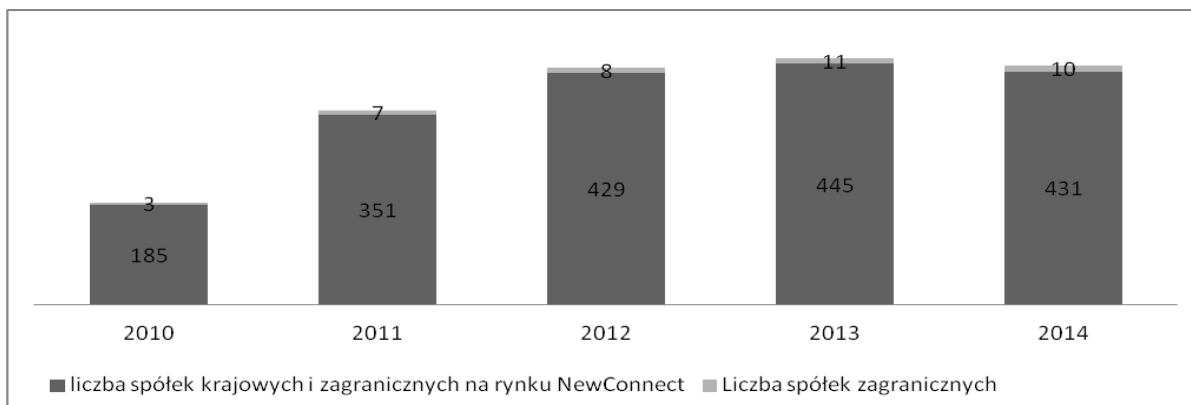
Ważnym kryterium oceny giełdowego rynku akcji jako miejsca pozyskania kapitału jest liczba notowanych spółek. Z przedstawionych informacji na temat liczby spółek krajowych i zagranicznych notowanych na rynku głównym GPW i NewConnect (wykres nr 3.5–3.6) można zauważyć stale rosnącą ich liczbę. Na rynku głównym na koniec 2014 roku notowanych było 471 spółek, w tym 51 zagranicznych emitentów. O skali rozwoju tego segmentu rynku może świadczyć to, że w momencie, kiedy tworzony był rynek giełdowy w Polsce notowanych było na nim jedynie 5 spółek. Na rynku NewConnect na koniec 2014 notowanych było 431 spółek, w tym 10 spółek zagranicznych. Rynek ten rozwija się bardzo dynamicznie, biorąc pod uwagę obecną liczbę notowanych na nim spółek. NewConnect to rynek relatywnie młody, powstał on w 2007 roku. Liczba spółek notowanych na wyodrębnionych rynkach GPW w Warszawie

może świadczyć o tym, iż rynek kapitałowy jest ważnym źródłem finansowania rozwoju przedsiębiorstw.



Wykres 3.5. Liczba spółek krajowych i zagranicznych notowanych na rynku głównym GPW w Warszawie w latach 2010-2014

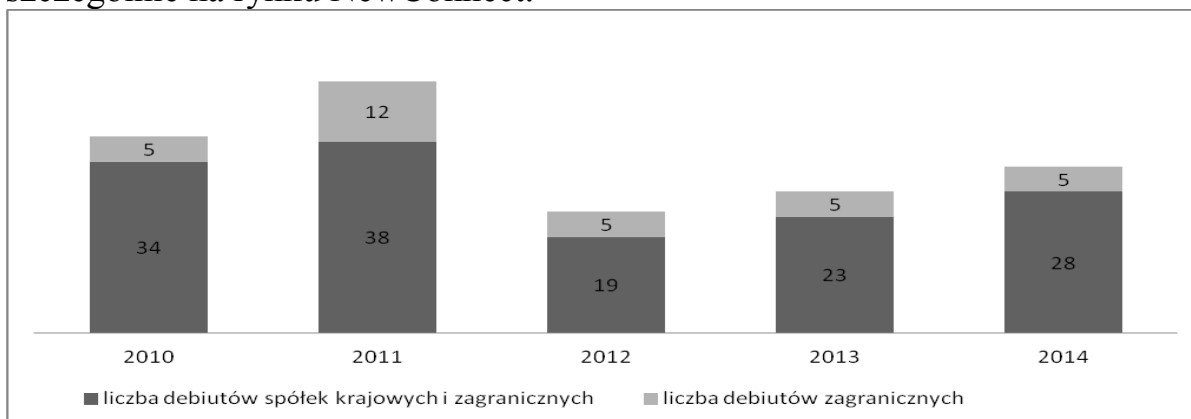
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW



Wykres 3.6. Liczba spółek krajowych i zagranicznych notowanych na rynku NewConnect w Warszawie w latach 2010-2014

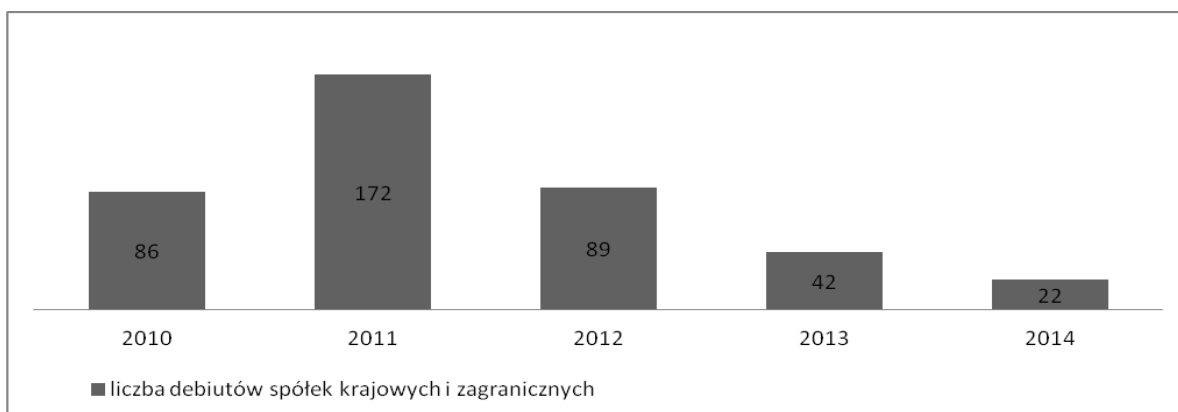
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW

Na rynku kapitałowym w Polsce mamy do czynienia z dużą liczbą debiutujących spółek, choć w ostatnich okresie dynamika ta wyraźnie osłabła, szczególnie na rynku NewConnect.



Wykres 3.7. Liczba debiutów spółek krajowych i zagranicznych na rynku głównym GPW w Warszawie w latach 2010-2014

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW



Wykres 3.8. Liczba debiutów spółek krajowych i zagranicznych na rynku NewConnect w Warszawie w latach 2010-2014

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW

Przyczyn takiego stanu rzeczy można upatrywać w wielu czynnikach. Niepewna sytuacja geopolityczna w regionie, odpływ kapitału z rynków wschodzących, wzrost niepewności na rynkach finansowych, czy pogorszenie warunków funkcjonowania przedsiębiorstw utrudnia spółkom pozyskanie kapitału na rynku giełdowym²⁸⁶. Pomimo niesprzyjających warunków częściej spółki decydują się na emisję publiczną akcji, pozyskując w ten sposób kapitał. Na uwagę zasługuje fakt, iż wśród spółek notowanych z zagranicy najliczniejszą grupę reprezentują spółki z Ukrainy.

Konkludując można stwierdzić, że rosnąca kapitalizacja giełdy, wzrost liczby notowanych spółek, w tym tych z zagranicy, tworzone i rozwijane nowe segmenty rynku, potwierdzają rosnącą pozycję Giełdy Papierów Wartościowych w regionie.

Ukraińskie spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie spółki z Ukrainy stanowią obecnie największą grupę spółek z zagranicy, 11 z nich notowanych jest na rynku głównym, zaś 1 na rynku NewConnect. Z myślą właśnie o spółkach ukraińskich utworzono 4 maja 2011 roku indeks giełdowy WIG-Ukraine, grupujący spółki z tego kraju.

Spółki z Ukrainy pozyskały z warszawskiego parkietu blisko 2 mld złotych kapitału. Ukraińskie spółki kapitałowe reprezentują przede wszystkim sektor rolno-spożywczy. Pierwsza spółka z Ukrainy zadebiutowała w 2006 roku, a najwięcej z nich wyemitowało swoje akcje w celu pozyskania kapitału w latach 2010-2011. Szczegółowe informacje na temat notowanych spółek z Ukrainy na rynku kapitałowym w Polsce przedstawiono w tabeli nr 3.6.

Polski rynek kapitałowy należy do rynków rozwiniętych, dysponuje on szeroką grupą instrumentów finansowych, które pozwalają na pozyskanie

²⁸⁶ więcej na temat Initial Public Offering w raportach *IPO Watch Europe*, PricewaterhouseCoopers <http://www.pwc.pl/pl/ipo-watch-europe/index.jhtml>

kapitału, ale pod warunkiem, że ich emitent nie podważa zaufania uczestników do rynku.

Tabela 3.6.

Ukraińskie spółki notowane na rynku kapitałowym w Polsce

Nazwa spółki	Rynek notowań	Data debiutu	Branża	Cena w dniu debiutu	Cena na koniec 31.12.2014	Stopa zwrotu na koniec 31.12.2014
AGROLIGA	New Connect	11.02.2011	Spożywcza	20,74*	9,00	-56,01%
AGROTON	Rynek Główny	08.11.2010	Spożywcza	28,84	1,23	-95,73%
ASTARTA	Rynek Główny	17.08.2006	Spożywcza	19,00	20,00	+5,26%
COAL ENERGY	Rynek Główny	04.08.2011	Górnicza	19,20	0,62	-96,77%
IMCOMPANY	Rynek Główny	04.05.2011	Spożywcza	11,05	5,67	-48,69%
KERNEL	Rynek Główny	23.11.2007	Spożywcza	24,00	28,46	+18,58%
KDM SHIPPNG	Rynek Główny	09.08.2012	Spożywcza	33,00	4,05	-87,72%
KSG AGRO	Rynek Główny	05.05.2011	Transportowa	22,12	1,12	-94,93%
MILKILAND	Rynek Główny	06.12.2010	Spożywcza	36,01	1,48	-95,89%
OVOSTAR UNION	Rynek Główny	29.06.2011	Spożywcza	62,20	72,00	+15,76%
SADOVAYA GROUP	Rynek Główny	30.12.2010	Górnicza	10,44	0,79**	-92,43%
WESTA ISIC	Rynek Główny	15.06.2011	Elektromaszy nowy	12,00	0,17	-98,58%

* cena uwzględnia split akcji 1:5

** akcje zawieszono

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW

O nienajlepszym sentymencie do ukraińskich spółek na rynku kapitałowym w Polsce może świadczyć zachowanie indeksu WIG-Ukraine, który spadł o ponad 70%. W tym samym okresie najszerszy indeks giełdowy na warszawskim parkiecie WIG wzrósł o blisko 3%. Trend na ukraińskich spółkach jest jednoznacznie spadkowy, i paradoksalnie to nie sytuacja geopolityczna na Ukrainie zadecydowała o uzyskiwanych na nich ujemnych stopach zwrotu, lecz działania samych emitentów, którzy podważyli zaufanie do inwestorów, choć i konflikt ukraińsko-rosyjski przy innych negatywnych czynnikach doprowadził do tego, iż ryzyko inwestowania w firmy z tego regionu jest bardzo duże. Negatywne postrzeganie ukraińskich spółek na GPW w Warszawie na długo przed wybuchem konfliktu wynikało przede wszystkim z przekazywania nierzetelnych lub nieprawdziwych informacji inwestorom, publikowania ze

znaczącym opóźnieniem sprawozdań finansowych, nierealizowania założeń przedstawionych w prospektach emisyjnych, słabej komunikacji z rynkiem, czy też znacznego uzależnienia wyników finansowych od cen surowców rolnych.

Podsumowanie

Niestabilność społeczno-ekonomiczna na Ukrainie powoduje wzrost niepewności, która nie zachęca do inwestowania w firmy z tego kraju. Z historii notowań ukraińskich spółek na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie można stwierdzić, że:

- rynek kapitałowy w Polsce może być postrzegany przez spółki z Ukrainy jako miejsce efektywnego pozyskania kapitału, biorąc pod uwagę to, iż dotychczas spółki ukraińskie pozyskały blisko 2 mld zł kapitału od inwestorów,
- rynek kapitałowy w Polsce jest preferowany przez spółki z Ukrainy ze względu na stosunkowo łatwy i relatywnie tani dostęp do kapitału, ale również też ze względu na relatywnie słabo rozwinięty rynek kapitałowy Ukrainy,
- często ukraińskim spółkom towarzyszy niestabilność wyników, duże ryzyko niewypłacalności, nienależyte wywiązywanie się z obowiązków informacyjnych, a to może utrudniać pozyskanie kapitału kolejnym firmom z Ukrainy na GPW w Warszawie,
- trend spadkowy obserwowany na ukraińskich spółkach wynika głównie z oddziaływania negatywnych czynników związanych z emitentem, dodatkowo sytuacja ekonomiczno-polityczna na Ukrainie potęguje wpływ niekorzystnych informacji na notowania kursów spółek ukraińskich na warszawskim parkiecie.

3.4. Рефлексивний контур антисипативного управління підприємством

Prei monituse, prei minituse
(автор невідомий)

Кілька десятиліть теоретики та практики управління підприємством нарікають на зростаючу нестабільність, мінливість та ризиковість зовнішнього середовища, вплив якого потребує від підприємства постійної концентрації, моніторингу змін, спрямованості на подолання негативних чинників, фокусування на інноваціях тощо. Втім, дедалі темпи прискорення мінливості бізнес-середовища зростають, залишаючи осторонь підприємства, що не встигають за ними. За таких умов традиційні управлінські технології та підходи виявляються не достатньо ефективними, потребують перегляду, доповнення та адаптації. Однією із перспективних щодо використання в складних умовах розвитку сучасного бізнес-середовища є концепція антисипативного управління, яка є