

Adam Adamczyk

Uniwersytet Szczeciński

OPODATKOWANIE DOCHODU A DECYZJE INWESTYCYJNE PRZEDSIĘBIORSTW W ŚWIEŁLE CELÓW DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ

1. Uwarunkowania wyboru celu przedsiębiorstwa

Analiza wpływu elementów otoczenia przedsiębiorstwa na poszczególne obszary jego funkcjonowania wymaga znajomości celu działalności gospodarczej. Badając relacje zachodzące między opodatkowaniem dochodu a inwestycjami przedsiębiorstw, nie sposób zatem pominąć kwestii celu firmy. Cel przedsiębiorstwa zazwyczaj jest rozumiany jako pewien pożądaný przyszły stan rzeczy, ukierunkowujący działania i wyznaczający ich strukturę [Bieniok 1999, s. 106]. Z definicji tej wynika, że to cel warunkuje działania podejmowane przez przedsiębiorstwo. Istnienie celu umożliwia zatem ocenę racjonalności decyzji podejmowanych w ramach danej sfery funkcjonowania przedsiębiorstwa. Oznacza to, że dana decyzja (w tym dotycząca działalności inwestycyjnej) powinna być podjęta jedynie wtedy, gdy jej realizacja będzie zbieżna z celem przedsiębiorstwa. L. Balcerowicz uściślił powyższą definicję, twierdząc, że cel przedsiębiorstwa to zmienna ekonomiczna odnosząca się do jego działalności, która jest przedmiotem zainteresowania kierownictwa i tym samym stanowi główne kryterium wyboru typu i kierunku działań. Na podstawie przytoczonej definicji można stwierdzić, że cel przedsiębiorstwa powinien być określony jako konkretna syntetyczna wartość łatwo poddająca się kwantyfikacji. W artykule przyjęto zatem, że cel przedsiębiorstwa powinien być definiowany jako pojedyncza zmienna poddająca się prostej kwantyfikacji lub pozwalająca powiązać się z łatwo mierzalnym parametrem. Z tego punktu widzenia spośród najczęściej wymienianych w literaturze przedmiotu celów firmy można wyróżnić: maksymalizację zysku oraz maksymalizację wartości firmy. Do wyżej

wymienionej grupy celów należy dołączyć te, które nie zawsze pozwalają na prosty pomiar, ale dzięki temu, że ich realizacja zależy od poziomu parametru poddającego się prostej kwantyfikacji, dają się ściśle powiązać z jego wartością. Wśród takich celów wymienić należy te, których osiągnięciem zainteresowani są menedżerowie, a więc: maksymalizacja sprzedaży, maksymalizacja wzrostu czy maksymalizacja szeroko rozumianej użyteczności.

Za przyjęciem koncepcji wysuwającej maksymalizację zysku jako podstawowy cel działalności gospodarczej przemawia wiele argumentów. Podkreśla się, że tak sformułowany cel przedsiębiorstwa jest zgodny z fundamentalnymi zasadami gospodarki rynkowej. Jego zaletą jest również klarowność oraz silnie motywujące oddziaływanie na właścicieli i menedżerów. Pomiarowi, a przez to osiągnięciu tak postawionego celu sprzyja wypracowana przez lata sprawozdawczość finansowo-księgowa. Tak wyznaczony cel przedsiębiorstwa jest również bardzo czytelny dla otoczenia firmy. Koncepcja maksymalizacji zysku jest również atrakcyjna z punktu widzenia nauki. Umożliwia ona bowiem budowanie stosunkowo prostych modeli predykcyjnych, dzięki którym możliwe jest prognozowanie zachowań przedsiębiorstw. Pomimo wymienionych zalet koncepcja maksymalizacji zysku jako głównego celu działalności przedsiębiorstwa spotyka się również ze znaczną krytyką. Wśród głównych mankamentów zasady maksymalizacji zysku wymienia się nieuwzględnianie przez nią faktu, że przedsiębiorstwa działają w niepewnym otoczeniu i nie są w związku z tym zdolne do rozpoznania wszystkich możliwych wariantów decyzyjnych, tak aby wybrać te, które pozwolą im zmaksymalizować zysk. Kolejny zarzut odnosi się do zysku jako kategorii księgowej podatnej na różnego rodzaju manipulacje, co wynika z faktu, że zysk jest wewnętrznym miernikiem działalności przedsiębiorstwa, a nie zewnętrzną obiektywną oceną rynkową [Kaśkiewicz, Możaryn 2004, s. 61]. Ponadto zysk, będący miernikiem o charakterze historycznym, odnosi się jedynie do przeszłości i nie uwzględnia prognoz działania przedsiębiorstwa.

Wady zasady maksymalizacji zysku stanowiącej cel działalności gospodarczej przyczyniły się do rozwoju koncepcji określanej mianem zarządzania przez wartość (*value based management* – VBM), zgodnie z którą kluczowym zadaniem przedsiębiorstw jest maksymalizacja korzyści akcjonariuszy. Cel ten w praktyce wyraża się maksymalizacją wartości rynkowej firmy. Wyrażony za pomocą tej wartości obraz przedsiębiorstwa uwzględnia takie elementy, jak wartość pieniądza w czasie, ryzyko systemowe, ryzyko przedsięwzięcia itp. Dlatego określony jako maksymalizacja wartości rynkowej cel przedsiębiorstwa jest bardzo atrakcyjny z punktu widzenia takich dyscyplin, jak zarządzanie finansami czy analiza finansowa, w których polu zainteresowania znajdują się wymienione kategorie. Do innych ważnych zalet koncepcji zarządzania wartością należy zaliczyć możliwość zewnętrznej oceny przedsiębiorstwa, która w niewielkim stopniu jest wrażliwa na wewnętrzne manipulacje. Do niewątpliwie mocnych stron koncepcji zarządzania

przez wartość należy zaliczyć również odległy horyzont osiągnięcia celu, co ma szczególne znaczenie w razie podejmowania decyzji o charakterze długoterminowym. Podobnie jak zasada maksymalizacji zysku, koncepcja oparta na maksymalizacji wartości nie jest pozbawiona wad. Jeden z podstawowych mankamentów tego podejścia wynika z faktu, że wartość przedsiębiorstwa nie jest kategorią całkowicie obiektywną. Na wycenę przedsiębiorstwa mogą bowiem wpływać zjawiska związane z nieefektywnością rynków finansowych, takie jak np. asymetria informacji. Innym istotnym brakiem koncepcji VBM jest koncentracja wyłącznie na osiągnięciu celu akcjonariuszy z pominięciem interesów innych grup związanych z przedsiębiorstwem, a zwłaszcza menedżerów. W konsekwencji ignoruje się bardzo istotną kwestię wpływu na decyzje menedżerów ich własnych celów i motywacji. Znaczenie tego problemu rośnie wraz z narastaniem zjawiska odseparowania własności i zarządzania, które stało się regułą w II połowie XX wieku. Dotyczy ono szczególnie wielkich korporacji, w których praktyka działania nie zgadza się z wnioskami, jakie płyną z teorii zakładających, że celem przedsiębiorstwa jest maksymalizacja zysku lub maksymalizacja wartości. W rezultacie powstały teorie tłumaczące zachowania przedsiębiorstw z punktu widzenia celów, do których dążą zarządzający. W literaturze przedmiotu określane są one jako menedżerskie teorie alternatywnych celów przedsiębiorstw. Cele menedżerów według tych teorii mogą być definiowane bardzo ogólnie, jako szeroko rozumiana maksymalizacja użyteczności, bądź bardziej konkretnie, jako maksymalizacja sprzedaży czy maksymalizacja wzrostu przedsiębiorstwa. Swoboda menedżerów w realizacji tak postawionych celów w znacznym stopniu zależy od poziomu wewnętrznych źródeł finansowania. Finansowanie za pomocą zewnętrznych źródeł kapitału wiąże się bowiem z większą kontrolą zasadności działań zarządzających ze strony dostawców kapitału. Większość zwolenników teorii menedżerskich podkreśla, że zarządzający przywiązują także dużą wagę do bezpieczeństwa finansowego, którego wyznacznikiem jest również wielkość wewnętrznych źródeł finansowania. Można zatem założyć, że stopień realizacji celów zarządzających przedsiębiorstwem jest zbliżony z poziomem wewnętrznych źródeł finansowania.

Jak wynika z powyższych rozważań, wraz z ewolucją form prowadzenia działalności gospodarczej zmianom ulegały również poglądy dotyczące celów przedsiębiorstwa. Nie oznacza to jednak, że historycznie starsze koncepcje dotyczące tej kwestii całkowicie straciły rację bytu. Biorąc pod uwagę fakt, że w gospodarce funkcjonują równolegle różne rodzaje podmiotów gospodarczych, należałoby założyć, że w swoich działaniach kierują się one różnymi celami. W niewielkich przedsiębiorstwach dobór celu powinien umożliwiać przede wszystkim jego prosty pomiar – miarą najlepiej spełniającą taki warunek jest zysk netto. Z kolei w większych firmach, w których kontrolę sprawują pośrednio bądź bezpośrednio ich właściciele, a pomiar takich kategorii, jak koszt kapitału nie stanowi większego problemu, wielkością dobrze reprezentującą cel przedsiębiorstwa jest jego wartość.

Natomiast w wielkich korporacjach czy zakładach państwowych, w których występuje zjawisko odseparowania własności i kontroli, cel przedsiębiorstwa może być ujmowany jako jeden z celów, do których dążą zarządzający.

2. Opodatkowanie dochodu w teoriach inwestycji a cel przedsiębiorstwa

Wykazanie teoretycznych zależności między opodatkowaniem a poziomem inwestycji przedsiębiorstw wymaga odwołania się do teorii inwestycji. Teorie te można sklasyfikować ze względu na zakładany w nich cel przedsiębiorstwa. Podział taki pozwala na dobre zilustrowanie różnic w mechanizmach wpływu opodatkowania na inwestycje. Przyjęte założenia co do celu działania przedsiębiorstwa są bowiem jednym z najważniejszych czynników różnicujących teorie inwestycji. Zważywszy na fakt, że cele przedsiębiorstwa mogą być definiowane w różny sposób dla różnych kategorii podmiotów gospodarczych, wykorzystanie klasyfikacji teorii inwestycji ze względu na cel przedsiębiorstwa umożliwia również określenie wpływu opodatkowania na decyzje inwestycyjne poszczególnych grup podmiotów gospodarczych.

Koncepcja, wedle której przedsiębiorstwo dąży do maksymalizacji zysku, znalazła zastosowanie w teorii inwestycji zaproponowanej przez D. Jorgensona. Neoklasyczny model inwestycji został stworzony na bazie teorii produktywności krańcowej leżącej u podstaw neoklasycznej teorii podziału. Teoria produktywności krańcowej jest teorią popytu na czynniki produkcji. Zakłada ona działanie prawa malejących przychodów i głosi, że popyt na dany czynnik produkcji zorientowanego na zysk przedsiębiorstwa zależy przede wszystkim od wielkości krańcowego przychodu z produktu danego czynnika. Przedsiębiorstwo maksymalizujące zysk zwiększa wykorzystanie (zatrudnienie) danego czynnika – przy założeniu niezmienności pozostałych czynników – dopóty, dopóki krańcowy koszt zastosowania tego czynnika nie przekroczy krańcowego przychodu z dodatkowej jednostki produkcji uzyskanej dzięki temu czynnikowi. Poziom wykorzystania danego czynnika produkcji, przy którym następuje zrównanie krańcowego przychodu z krańcowym kosztem jego użycia, stanowi więc optymalną, ze względu na zysk firmy, wielkość. D. Jorgenson w swojej teorii założył, że krańcowy koszt użycia kapitału jest kosztem wynajęcia dobra inwestycyjnego od firmy trudniącej się wynajmem. Cenę wynajmu określa się na podstawie kosztów ponoszonych przez firmę udostępniającą aktywa inwestycyjne. Koszt wynajmu wyznacza się, zakładając, że wynajmujący na początku roku zaciąga kredyt równy co do wartości cenie dobra – q , a następnie po roku wynajmu odsprzedaje je po cenie q pomniejszonej o umorzenie (równe amortyzacji). Przyjmując, że stopa oprocentowania kredytu wynosi r , a stawka amortyzacji δ , łączny koszt, jaki poniesie wynajmujący, można zapisać:

$$c = q \times r + q \times \delta = q \times (r + \delta) \quad (1)$$

Wykorzystując wspomniane już założenie neoklasycznej teorii podziału o malejącej produktywności krańcowej oraz przyjmując stały poziom kosztu użycia kapitału, można wyznaczyć optymalny poziom kapitału firmy K^* (rys. 1).



Rys. 1. Optymalny poziom kapitału

Źródło: [Hall, Taylor 1999].

W świetle teorii Jorgensona, poziom inwestycji w roku t będzie więc wyznaczany jako różnica pomiędzy pożądanym (optymalnym) poziomem kapitału a poziomem kapitału firmy z końca poprzedniego okresu, co można zapisać [Hall, Taylor 1999]:

$$I = K^* - K_{t-1} \quad (2)$$

Wynika stąd, że przy danej funkcji produkcji poziom inwestycji przedsiębiorstw determinowany jest przede wszystkim kosztem użycia kapitału. Opodatkowanie dochodu w modelu Jorgensona wpływa na poziom kosztu użycia kapitału. Efekt wpływu opodatkowania na cenę wynajmu kapitału dostrzegalny jest jednak dopiero w bardziej rozbudowanej formule wzoru:

$$c_k = q \frac{(i + \delta)(1 - Tz)}{1 - T} \quad (3)$$

gdzie: c_k – koszt użycia kapitału (koszt wynajmu kapitału),
 i – wymagana przez inwestorów stopa zwrotu z kapitału,
 q – cena dobra kapitałowego,
 δ – stawka amortyzacji,
 T – stopa podatku dochodowego,
 z – bieżąca wartość odpisów amortyzacyjnych uzyskiwanych przez cały okres „życia” inwestycji o wartości początkowej równej 1 zł.

Jak wynika z wzoru (3), zasadnicze znaczenie dla wpływu opodatkowania na koszt użycia kapitału ma wartość współczynnika z . Jego poziom można wyzna-

czyć, obliczając relację obecnej wartości odpisów amortyzacyjnych związanych z danym dobrem inwestycyjnym do wartości początkowej tego dobra. Przy założeniu, że wartość nabywanego dobra jest wliczana w koszty przedsiębiorstwa w całości w momencie zakupu, współczynnik Q osiągałby najwyższą możliwą wartość, czyli 1. W takim wypadku zmiany stopy podatku dochodowego pozostawałyby obojętne dla kosztu użycia kapitału. Jeżeli jednak wartość obiektu inwestycyjnego będzie odpisywana w koszty przedsiębiorstwa, w dłuższym okresie wysokość współczynnika Q będzie mniejsza od 1 (ale większa od zera), co oznacza, że wzrost stopy opodatkowania wywoła wzrost kosztu użycia kapitału [Pacho 1999, s. 16-17]. Wyższy koszt użycia kapitału przełoży się na obniżenie optymalnej wielkości kapitału przedsiębiorstwa – a więc zdecyduje o redukcji poziomu inwestycji.

Koncentrując się na maksymalizacji zysku, Jorgenson przyjął upraszczające założenia co do kształtowania się kosztu kapitału. Opierając się na teorii nieistotności struktury kapitału, nie uwzględnił wpływu opodatkowania dochodu na koszt kapitału. O ile zatem neoklasyczna teoria kapitału dobrze ilustruje wpływ opodatkowania na cel przedsiębiorstwa określony jako maksymalizacja zysku, o tyle nie można tego stwierdzić w odniesieniu do celu przedsiębiorstwa zdefiniowanego jako maksymalizacja wartości. Określając zatem związek pomiędzy opodatkowaniem dochodu, wielkością inwestycji a wartością przedsiębiorstwa, należy posłużyć się teorią o szerszym polu percepcji. Warunek taki spełnia teoria stworzona przez J. Tobina, znana jako teoria Q -Tobina.

Teoria Q -Tobina próbuje wyjaśnić problem inwestycji na bazie równowagi portfelowej za pomocą wskaźnika Q , czyli relacji wartości rynkowej kapitału do jego kosztu zastąpienia. Jeżeli ceny akcji stanowią rynkową wycenę uruchomionych już obiektów, to podzielenie ceny akcji przez cenę nowego obiektu odzwierciedla przybliżoną wartość współczynnika Q . Dopóki współczynnik Q jest większy od 1, dopóty firma ma korzyści z inwestowania, gdyż wzrost zasobu kapitału przedsiębiorstwa o jedną jednostkę podwyższa obecną wartość jego zysków, a zatem i wartość przedsiębiorstwa, o Q jednostek. Kiedy współczynnik $Q = 1$, oznacza to, że zasób kapitału osiągnął poziom optymalny i że dalsze inwestowanie staje się nieopłacalne. Gdy współczynnik Q jest natomiast niższy od jedności, to opłaca się sprzedać część uruchomionych urządzeń.

Niewątpliwą zaletą współczynnika Q -Tobina jako zmiennej objaśniającej poziom inwestycji jest fakt, iż miara ta uwzględnia bardzo szerokie spektrum czynników warunkujących decyzje inwestycyjne. Kiedy zarząd firmy zastanawia się nad podjęciem inwestycji, to ocenia ich zyskowość w dłuższym okresie, ponieważ obiekty mogą być używane przez wiele lat. Dlatego głównym czynnikiem rządzącym inwestycjami jest wartość przyszłych zysków, których firma się spodziewa, powiększając istniejący już i uruchomiony zasób kapitału. Zyski te zarówno uwzględniają zmiany cen produkcji i czynników wytwórczych, jak też mogą antycypować efekty zmian technologicznych. Następnym czynnikiem są stopy procen-

towe używane przy dyskontowaniu przyszłych dochodów i poniesionych kosztów uruchomienia. Współczynnik Q -Tobina obejmuje obydwie te czynniki. Dlatego w zasadzie wszystko, co wpływa na inwestycje, znajduje wyraz w funkcji inwestycji, łączącej stopę inwestycji ze współczynnikiem Q [Burda, Wypłosz 1995, s. 118-120].

Przytoczone cechy teorii Q -Tobina sprawiają, że według teoretyków umożliwia ona najpełniejsze zobrazowanie wpływu opodatkowania na inwestycje przedsiębiorstw. Współczynnik Q , którego wartość uzależniona jest od wyceny rynkowej firmy uwzględniającej niemal wszystkie czynniki decydujące o jej perspektywach, ma bardzo dużą pojemność informacyjną. Zmiany wysokości opodatkowania, wpływając na poziom rentowności netto przedsiębiorstw, kształtują również ich wartość rynkową. Wyższa zyskowność netto przedsiębiorstw powoduje bowiem wzrost dochodów ich akcjonariuszy. Zachęca to inwestorów do nabywania akcji nawet po wyższej cenie. Obniżenie poziomu opodatkowania spowoduje zatem wzrost rentowności netto, a co za tym idzie, wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Oznacza to, że redukcja opodatkowania może wpływać dodatnio na wartość współczynnika Q -Tobina [Summers 1981, s. 10]. Zależność między wysokością opodatkowania dochodu a wartością współczynnika Q nie jest jednak tak prosta. Opodatkowanie wpływa bowiem również na wysokość kosztu kapitału. Wyższa stawka podatkowa redukuje koszt długu na skutek działania odsetkowej tarczy podatkowej. Obniżenie wysokości kosztu kapitału przedsiębiorstwa jest natomiast tożsame ze wzrostem jego wartości. Założenie o redukującym wpływie opodatkowania dochodu na koszt kapitału przedsiębiorstwa jest jednak prawdziwe jedynie wtedy, gdy przyjmie się, że podmioty gospodarcze mają nieograniczony dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania. Jeżeli przedsiębiorstwa mają trudności z pozyskaniem funduszy zewnętrznych, w momencie wyczerpania się źródeł wewnętrznych napotykają drastyczny wzrost kosztu kapitału uniemożliwiający podejmowanie dalszej działalności inwestycyjnej. Zatem ujemny wpływ opodatkowania na wartość firmy, a przez to na inwestycje przedsiębiorstw, w takiej sytuacji byłby wyjątkowo silny. Powyższy wywód można zatem podsumować następująco: wpływ opodatkowania dochodu na wartość współczynnika Q jest wypadkową działania dwóch efektów: oddziałującego na rentowność netto przedsiębiorstwa oraz decydującego o wysokości kosztu kapitału. Zgodnie z teorią Tobina, wartość współczynnika Q jest dodatnio skorelowana ze stopą inwestycji. A zatem fluktuacje wysokości podatku powodują zmiany współczynnika Q , a w konsekwencji zmiany bodźców do podejmowania inwestycji. Należy podkreślić, że wykorzystywana do wyznaczenia wysokości współczynnika Q wartość rynkowa przedsiębiorstwa odzwierciedla przede wszystkim oczekiwania inwestorów co do przyszłych jego wyników. Oczekiwania te uwzględniają także przewidywane zmiany w zakresie opodatkowania. Można więc stwierdzić, że zgodnie z teorią Tobina na poziom inwestycji będą wpływać również spodziewane zmiany opodatkowania działalności gospodarczej. Podkreśla się również, że w odróżnieniu od innych teorii inwe-

stycji, model Q -Tobina bierze pod uwagę również zmiany opodatkowania dochodów osobistych inwestorów [Salinger, Summers 1981, s. 5].

Trzecią grupą teorii wyjaśniających relacje między opodatkowaniem dochodu a inwestycjami przedsiębiorstw są teorie przyjmujące założenie, że menedżerowie przedsiębiorstw nie dążą do maksymalizacji wartości rynkowej firmy, ale do osiągnięcia własnych celów, niekoniecznie zbieżnych z celami akcjonariuszy. Według tej teorii, zarządy spółek wykazują skłonność do korzystania z wewnętrznych źródeł finansowania ze względu na fakt, że zwiększają one swobodę zachowań menedżerów. Preferowanie wewnętrznych źródeł finansowania wynika z faktu, iż charakteryzują się one wysoką dostępnością i jednocześnie ich wykorzystanie nie wiąże się z ograniczeniem władzy kierujących firmą. Nie bez znaczenia jest również awersja kierownictwa firmy do podejmowania ryzyka będącego rezultatem stosowania wyższej dźwigni finansowej. Wykorzystywanie bardziej bezpiecznych, wewnętrznych źródeł finansowania ma na celu również zmniejszenie prawdopodobieństwa bankructwa, które mogłoby negatywnie wpłynąć na prestiż zawodowy, a także przyszłe i obecne wynagrodzenie kierownictwa [Jerzemska 1999, s. 111]. W teoriach menedżerskich marginalny koszt wewnętrznych źródeł finansowania jest znacząco niższy niż krańcowy koszt finansowania zewnętrznego, a więc nie równa się on kosztowi alternatywnemu akcjonariuszy, ale kształtuje się na poziomie znacznie niższym, ustalonym całkowicie subiektywnie przez menedżerów. Oznacza to, że firma, finansując inwestycje źródłami wewnętrznymi, realizuje projekty, których wartość NPV przy zastosowaniu rynkowych stóp procentowych byłaby niższa od zera. Można zatem stwierdzić, że wyższy poziom przepływów pieniężnych zachęca menedżerów do podejmowania większych inwestycji, które jednak nie zawsze znajdują ekonomiczne uzasadnienie. Opodatkowanie w teoriach menedżerskich wpływa na inwestycje, determinując poziom wewnętrznych źródeł finansowania. Zmiany poziomu stawki opodatkowania będą wpływały na poziom wyniku netto, co w konsekwencji przełoży się na wysokość przepływów pieniężnych. Należy jednak zaznaczyć, że nadwyżka pieniężna jest w mniejszym stopniu wrażliwa na zmiany stawki opodatkowania niż zysk netto. Przepływy pieniężne są też lepszym probierzem wpływu opodatkowania dochodu przedsiębiorstw na ich kondycję finansową niż zysk netto, bowiem pozwalają one na uwzględnienie zmian nie tylko w zakresie stawki opodatkowania, ale również i przepisów dotyczących amortyzacji. Umożliwienie przedsiębiorcom dokonywania wyższych odpisów amortyzacyjnych powoduje redukcję wyniku finansowego oraz wzrost przepływów finansowych. W wyniku takiej zmiany wewnętrzne źródła finansowania przedsiębiorstw rosną w związku ze wzmocnieniem efektu podatkowej tarczy amortyzacyjnej.

3. Wnioski

Jak wykazano w niniejszych rozważaniach, cel działalności przedsiębiorstwa może być różnie formułowany dla różnych kategorii podmiotów gospodarczych. Sposób ujęcia celu przedsiębiorstwa jest z kolei bardzo istotny z punktu widzenia analizy wpływu opodatkowania dochodu na rozmiary działalności inwestycyjnej. Pomimo faktu, że dla wszystkich przytoczonych teorii inwestycji możliwe jest wykazanie związku między opodatkowaniem dochodu a inwestycjami przedsiębiorstw, to siła i charakter tych zależności istotnie się różnią. Badając wpływ opodatkowania na inwestycje niewielkich podmiotów gospodarczych, należałoby analizować zależność między inwestycjami a opodatkowaniem poprzez jego wpływ na koszt użycia kapitału. W większych podmiotach, w których nie nastąpiło jednak odseparowanie własności od kontroli, wpływ opodatkowania na inwestycje powinno się badać poprzez pomiar jego oddziaływania na takie kategorie, jak rentowność netto i koszt kapitału przedsiębiorstwa. Natomiast kluczowym parametrem, pozwalającym określić wpływ opodatkowania dochodu na inwestycje przedsiębiorstw narażonych na występowanie problemów agencji, są przepływy pieniężne. O sposobie oddziaływania opodatkowania dochodu na inwestycje przedsiębiorstw mogą decydować również uwarunkowania, w których funkcjonują podmioty gospodarcze. W polskich przedsiębiorstwach problem wpływu opodatkowania dochodu na ich inwestycje powinien być rozpatrywany przede wszystkim z punktu widzenia oddziaływania obciążeń fiskalnych na wielkość wewnętrznych źródeł finansowania. Wynika to z faktu, że znaczna część podmiotów gospodarczych w Polsce jest ciągle własnością lub współwłasnością państwa, co może powodować występowanie w nich problemów agencji. Z drugiej strony, zwłaszcza w dopiero powstających, małych przedsiębiorstwach, może się pojawiać zjawisko asymetrii informacji, które znacznie ogranicza możliwość pozyskiwania przez firmy zewnętrznych źródeł finansowania. W obu przypadkach poziom inwestycji przedsiębiorstw będzie uzależniony od poziomu wewnętrznych źródeł finansowania.

Literatura

- Bieniok H., *Podstawy zarządzania przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo AE, Katowice 1999.
 Burda M., Wypłosz Ch., *Makroekonomia*, PWE, Warszawa 1995.
 Hall R.E., Taylor J.B., *Makroekonomia – Teoria, funkcjonowanie i polityka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
 Jerzemowska M., *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
 Kaśkiewicz S., Możaryn H., *Teoria przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo SGH, Warszawa 2004.
 Pacheco W., *Wpływ inflacji podatku bezpośredniego na akumulację kapitału w przedsiębiorstwie*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 1999.

Salinger M.A., Summers L.H., *Tax Reform and Corporate Investment*, NBER WP 757, Cambridge 1981.

Summers L.H., *Tax Policy and Corporate Investment*, NBER WP 605, Cambridge 1981.

CORPORATE INCOME TAXATION VERSUS INVESTMENT DECISIONS OF ENTERPRISES IN THE LIGHT OF ECONOMIC ACTIVITY AIMS

Summary

Empirical study of the relation between investment and corporate income taxation needs to be preceded by analysis of investment theories. These theories take different assumptions concerning the aim of the firm. The goal of the article is to show how assumptions concerning the aim of the firm can influence relation between corporate income taxation and investment. Thanks to it, it will be possible to indicate how relation between corporate taxation and investment should be examined in different types of firms.