

Redakcja naukowa  
Aurelia Bielawska

# Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa



Nowoczesne  
zarządzanie  
finansami  
przedsiębiorstwa

**Autorzy:**

Anna Bera **11**

Aurelia Bielawska **2**

Jacek Folga **9**

Magdalena Kosowska **5**

Gabriela Łukasik **1**

Dominika Maścianiec-Kordela **6**

Dorota Nosal **12**

Małgorzata Porada-Rochoń **3**

Anna Rosa **8**

Bogusław Walczak **10**

Sławomir Zarębski **7**

Danuta Zawadzka **4**

Radakcja naukowa  
Aurelia Bielawska

# Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa



Wydawnictwo C.H. Beck  
Warszawa 2009

Wydawca: Dorota Ostrowska-Furmanek  
Redakcja merytoryczna: Anna Głażewska-Czuryło  
Recenzent: prof. zw. dr hab. Maria Dębiewska

Projekt okładki i stron tytułowych: GRAFOS  
Ilustracja na okładce: © Inok/iStockphoto.com

Seria: Finanse  
Podseria: Finanse przedsiębiorstwa

Tytuł dofinansowany przez Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług Uniwersytetu Szczecińskiego  
i przez Politechnikę Koszalińską



© Wydawnictwo C.H. Beck 2009

Wydawnictwo C.H. Beck Sp. z o.o.,  
ul. Bonifraterska 17, 00-203 Warszawa

Skład i łamanie: GRAFOS  
Druk i oprawa: Studio Spartan, Gdynia

ISBN 978-83-255-0512-7

# Spis treści

---

Wstęp .....	9
<b>1. Podstawy nowoczesnego zarządzania finansami przedsiębiorstwa</b> ( <i>Gabriela Łukasik</i> ) .....	13
1.1. Wprowadzenie .....	13
1.2. Decyzje kapitałowe współczesnych przedsiębiorstw .....	13
1.3. Kategoria wartości w strukturze celów przedsiębiorstwa .....	16
1.4. Klasyfikacja metod i źródeł finansowania przedsiębiorstwa .....	18
1.5. Rynek kapitałowy jako miejsce pozyskiwania kapitału .....	22
1.6. Struktura kapitału jako problem decyzyjny współczesnego przedsiębiorstwa ..	24
1.7. Podstawy i czynniki aktywności przedsiębiorstwa na rynku pieniężnym ..	29
1.8. Podstawy zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie .....	32
Pytania sprawdzające .....	37
<b>2. Wpływ Nowej Umowy Kapitałowej na zarządzanie finansami</b> <b>przedsiębiorstwa</b> ( <i>Aurelia Bielawska</i> ) .....	38
2.1. Wprowadzenie .....	38
2.2. Od Bazylei I do Bazylei II .....	38
2.3. Charakterystyka treści i celów Nowej Umowy Kapitałowej .....	40
2.4. Rating jako podstawa oceny wiarygodności kredytowej należności od przedsiębiorstw .....	41
2.5. Wpływ NUK na dostępność i koszt kredytów bankowych .....	46
2.6. Potrzeby informacyjne do oceny ratingowej .....	48
2.7. Możliwe strategie dostosowania MŚP do wymogów NUK .....	49
2.8. Kwantyfikacja ryzyka .....	52
2.9. Specyfika małych i średnich przedsiębiorstw jako obiektów ratingu ....	54
Pytania sprawdzające .....	59
<b>3. Typowe przyczyny finansowania przedsiębiorstw</b> ( <i>Małgorzata Porada-Rochoń</i> )	61
3.1. Wprowadzenie .....	61
3.2. Finansowanie zakładania przedsiębiorstwa .....	62
3.3. Wybór formy prawnej .....	66
3.4. Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa przez podwyższenie kapitału – fuzje i przejęcia .....	69

3.5. Finansowanie przedsiębiorstwa w kryzysie .....	72
3.6. Działania krótkoterminowej restrukturyzacji finansowej .....	73
3.6.1. Analiza bieżących potrzeb gotówkowych przedsiębiorstwa .....	74
3.6.2. Opracowanie i implementacja planu doraźnej pomocy finansowej ..	74
3.6.3. Przygotowanie planu restrukturyzacji finansowej w perspektywie długoterminowej .....	75
3.7. Działania długoterminowej restrukturyzacji finansowej .....	75
3.7.1. Zapewnienie płynności finansowej .....	76
3.7.2. Wykreowanie właściwej struktury kapitałowej .....	76
3.7.3. Rekonfiguracja aktywów .....	77
Pytania sprawdzające .....	79
<b>4. Struktura kapitału przedsiębiorstwa (Danuta Zawadzka) .....</b>	<b>80</b>
4.1. Wprowadzenie .....	80
4.2. Pojęcie struktury kapitału i struktury finansowania .....	80
4.3. Czynniki determinujące strukturę kapitału .....	84
4.4. Koszt kapitału .....	86
4.5. Dźwignia finansowa – wpływ struktury kapitału na rentowność kapitałów własnych .....	88
4.6. Teorie struktury kapitału .....	90
4.6.1. Teorie rynku doskonałego .....	91
4.6.2. Teorie rynku niedoskonałego .....	98
Pytania sprawdzające .....	102
<b>5. Finansowanie pożyczkami i kredytami – szanse i zagrożenia (Magdalena Kosowska) .....</b>	<b>103</b>
5.1. Wprowadzenie .....	103
5.2. Finansowanie kredytami .....	103
5.2.1. Rodzaje kredytów .....	106
5.2.2. Kredytowanie działalności gospodarczej przedsiębiorstwa .....	109
5.3. Finansowanie pożyczkami .....	118
5.4. Inne instrumenty finansowania obcego. Instrumenty wsparcia finansowego przedsiębiorstw .....	120
5.4.1. Finansowanie przedsiębiorstw metodą dotacyjną .....	120
5.4.2. Mikropożyczki dla mikroprzedsiębiorstw. System funduszy pożyczkowych .....	121
5.4.3. Fundusze poręczeń kredytowych .....	123
Pytania sprawdzające .....	124
<b>6. Papiery wartościowe jako instrumenty pozyskiwania kapitału (Dominika Maścianiec-Kordela) .....</b>	<b>126</b>
6.1. Wprowadzenie .....	126
6.2. Papiery udziałowe .....	127
6.3. Papiery dłużne .....	133
6.3.1. Obligacje przedsiębiorstw .....	134
6.3.2. Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw .....	139
6.4. Weksle .....	142
Pytania sprawdzające .....	143
<b>7. Rola finansowania wewnętrznej działalności gospodarczej przedsiębiorstwa (Sławomir Zarębski) .....</b>	<b>145</b>

7.1. Wprowadzenie .....	145
7.2. Finansowanie wewnętrzne jako pierwotna (podstawowa) forma finansowania przedsiębiorstwa .....	146
7.3. Finansowanie zyskiem zatrzymanym (samofinansowanie) .....	148
7.4. Finansowanie z odpisów amortyzacyjnych .....	149
7.5. Finansowanie za pomocą transformacji majątku przedsiębiorstwa .....	155
7.6. Wewnętrzne finansowanie o charakterze krótkookresowym .....	159
7.7. Wady i zalety wewnętrznych źródeł zdobywania kapitału .....	160
7.8. Zakończenie .....	162
Pytania sprawdzające .....	164
<b>8. Alternatywne instrumenty finansowania (Anna Rosa) .....</b>	<b>165</b>
8.1. Wprowadzenie .....	165
8.2. Kapitał <i>mezzanine</i> .....	166
8.2.1. Rodzaje kapitału <i>mezzanine</i> .....	167
8.2.2. Zalety i wady .....	169
8.3. Leasing .....	170
8.4. Sekurytyzacja .....	175
8.5. Faktoring .....	177
8.5.1. Zalety i wady .....	180
8.5.2. Faktoring a kredyt .....	182
8.6. Forfaiting w handlu zagranicznym .....	182
8.6.1. Zalety i wady .....	186
8.6.2. Faktoring a forfaiting .....	187
8.7. <i>Private equity</i> ( <i>venture capital</i> i <i>business angels</i> ) .....	187
8.7.1. Zalety i wady .....	190
8.7.2. <i>Venture capital</i> a kredyt bankowy .....	191
8.7.3. <i>Business angels</i> .....	192
Pytania sprawdzające .....	197
<b>9. Zarządzanie majątkiem obrotowym (Jacek Folga) .....</b>	<b>198</b>
9.1. Wprowadzenie .....	198
9.2. Strategia płynności finansowej i cykl konwersji gotówki .....	198
9.2.1. Pojęcie strategii płynności finansowej przedsiębiorstwa .....	198
9.2.2. Metody oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa .....	201
9.2.3. Cykl konwersji gotówki .....	207
9.3. Zarządzanie należnościami .....	210
9.3.1. Monitorowanie poziomu należności .....	210
9.3.2. Pomiar rotacji należności .....	212
9.3.3. Dyskontowa ocena należności .....	214
9.4. Zarządzanie zapasami .....	216
9.4.1. Kontrola poziomu utrzymywanych zapasów .....	216
9.4.2. Kontrola kosztów zapasów .....	217
9.4.3. Ekonomiczna wielkość zamówienia .....	220
9.4.4. Metoda <i>just in time</i> .....	221
9.5. Zarządzanie środkami pieniężnymi .....	223
9.5.1. Modele optymalizacji gotówki .....	223
9.5.2. Prognozowanie przepływów gotówki w krótkim okresie .....	226
9.5.3. Innowacyjne zarządzanie środkami pieniężnymi .....	228
9.6. Zarządzanie zobowiązaniami handlowymi .....	231
9.6.1. Korzyści wynikające z zarządzania zobowiązaniami handlowymi ..	231



9.6.2. Kontrola zobowiązań handlowych .....	231
9.6.3. Kontrola procesu wykonywania płatności .....	233
Pytania sprawdzające .....	234
<b>10. Strategie podatkowe i paropodatkowe jako narzędzie zarządzania finansami przedsiębiorstwa (Bogusław Walczak) .....</b>	<b>235</b>
10.1. Wprowadzenie .....	235
10.2. Podatkowe i paropodatkowe obciążenia fiskalne przedsiębiorstwa ...	235
10.3. Mierniki obciążenia podatkowego i paropodatkowego przedsiębiorstw ..	238
10.4. Pojęcie i kryteria klasyfikacji strategii podatkowych .....	240
10.4.1. Wybór formy opodatkowania w podatkach dochodowych ...	244
10.4.2. Kredyt podatkowy jako element strategii podatkowej w podatku dochodowym .....	248
10.5. Pojęcie i kryteria klasyfikacji strategii paropodatkowych .....	250
10.6. Wybór formy opodatkowania w podatku VAT jako element strategii podatkowej .....	253
10.6.1. Wybór zwolnienia podmiotowego .....	253
10.6.2. Wybór kasowej metody rozliczeń przez małego podatnika VAT .....	255
Pytania sprawdzające .....	256
<b>11. Analiza finansowa jako narzędzie ograniczania ryzyka finansowego w działalności przedsiębiorstwa (Anna Bera) .....</b>	<b>257</b>
11.1. Wprowadzenie .....	257
11.2. Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem .....	257
11.3. Wstępna analiza sprawozdania finansowego jako podstawa identyfikacji ryzyka finansowego .....	259
11.3.1. Wstępna analiza bilansu .....	260
11.3.2. Wstępna analiza rachunku zysków i strat .....	264
11.4. Analiza wskaźnikowa odzwierciedlająca ryzyko .....	266
11.5. Model Du Ponta w ocenie ryzyka przedsiębiorstwa .....	270
11.6. Rachunek przepływów środków pieniężnych .....	272
11.7. Próg rentowności jako miara ryzyka .....	275
Pytania sprawdzające .....	276
<b>12. Due diligence jako nowoczesny system oceny przedsiębiorstwa (Dorota Nosal) .....</b>	<b>277</b>
12.1. Wprowadzenie .....	277
12.2. Pojęcie i pochodzenie badania <i>due diligence</i> .....	277
12.3. Rozwój zapotrzebowania na badanie <i>due diligence</i> na świecie i w Polsce .....	279
12.4. Cele przeprowadzenia <i>due diligence</i> .....	281
12.5. Typowe sytuacje, w jakich przeprowadzane jest badanie <i>due diligence</i> ..	285
12.6. Miejsce badania <i>due diligence</i> w procesach fuzji i przejęć przedsiębiorstw ..	287
12.7. Charakterystyka przebiegu procesu <i>due diligence</i> .....	289
12.8. Główne obszary analizowane w ramach <i>due diligence</i> .....	293
12.9. <i>Due diligence</i> a audyt .....	295
12.10. Strony zaangażowane w <i>due diligence</i> .....	297
12.11. <i>Due diligence</i> w praktyce polskich przedsiębiorstw .....	300
Pytania sprawdzające .....	302
<b>Bibliografia .....</b>	<b>304</b>
<b>Indeks .....</b>	<b>310</b>

# Wstęp

---

Pojęcie *nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa* jest często stosowane w literaturze i w praktyce, czasami jednak jest błędnie rozumiane. Ilekroć przedsiębiorstwo finansuje się innymi niż tradycyjne instrumenty finansowania, np. udziałami lub kredytami bankowymi, mówi się o nowoczesnym lub nowatorskim finansowaniu, które – z założenia – powinno być korzystne kosztowo, nie biurokratyczne i łatwo dostępne. Faktycznie zaś klasyczne instrumenty pozyskiwania kapitału, w zależności od związanego z nimi ryzyka, są coraz droższe; pozyskiwanie niezbędnych informacji jest coraz bardziej pracochłonne, a dostęp do tych instrumentów staje się coraz trudniejszy. Jedną z głównych przyczyn tych trudności jest Nowa Umowa Kapitałowa, zwana w skrócie Bazyleą II. Wprowadzone przez nią nowe uregulowania dotyczące zarządzania ryzykiem w instytucjach finansowych spowodowały zmianę sposobu działania rynków finansowych. Klasyczne wymagania dotyczące kredytów, mianowicie zabezpieczenie spłaty, odgrywają coraz mniejszą rolę. Bez ratingu – to znaczy bez oceny wydanej przez bank lub zewnętrzną agencję ratingową odnośnie do zdolności płatniczej przedsiębiorstwa lub innego obiektu ratingu – uzyskanie finansowania jest prawie niemożliwe. Dotyczy to zarówno finansowania kapitałem obcym, jak i pozyskiwania kapitału własnego ze źródeł zewnętrznych. O nowoczesnych formach finansowania umożliwiających obejście ratingu lub Bazylei II nie może być mowy. Podmiot, który jako alternatywę do kredytu chce wykorzystać sekurytyzację, faktoring, *private equity* lub inne podobne instrumenty musi również przedstawić potencjalnemu wierzycielowi notę ratingową lub inną ocenę swojej wiarygodności.

W książce omawiane są nowoczesne formy finansowania działalności przedsiębiorstw. Są one wprawdzie alternatywą do klasycznego kredytu lub

typowych udziałów, nie są jednakże korzystniejsze kosztowo, nie są wolne od biurokracji i nieskomplikowane, nie umożliwiają również obejścia nowych reguł kredytowania wynikających z wdrożenia Bazylei II. Implementacja Nowej Umowy Kapitałowej w systemie finansowym wymusiła pośrednio zmianę sposobu zarządzania finansami w podmiotach gospodarczych, przede wszystkim większe znaczenie ma tu zarządzanie ryzykiem.

W tytule książki występuje słowo *zarządzanie finansami*, a to oznacza, że przedmiotem rozważań jest nie tylko ewolucja w zakresie pozyskiwania kapitału, ale również w sposobie dysponowania i zarządzania środkami finansowymi, kształtowania struktury kapitału, płynności i elastyczności finansowej, możliwości i sposobów ograniczania ryzyka finansowego w przedsiębiorstwie.

Treść książki przygotowana została przez 12 autorów: pracowników Uniwersytetu Szczecińskiego, Politechniki Koszalińskiej, Akademii Ekonomicznej im. Karola Adameckiego w Katowicach oraz doktorantów, absolwentów Uniwersytetu Szczecińskiego, i przedstawiona w 12 rozdziałach.

Książka została pomyślana jako podręcznik dla studiujących nauki ekonomiczne, w szczególności finanse, finanse przedsiębiorstwa, finanse publiczne, finanse międzynarodowe, ekonomikę przedsiębiorstwa, ale i dla poznających inne kierunki nauczania oraz dla doradców przedsiębiorstw koncentrujących się na pośrednictwie finansowym i dla osób zamierzających rozpocząć działalność gospodarczą lub już prowadzących taką działalność. W sposób szczególny książka ta może być przydatna dla osób zarządzających najmniejszymi podmiotami gospodarczymi.

Treść podręcznika i sposób przekazywania wiedzy przez autorów dostosowane zostały do potrzeb i możliwości właściciela samodzielnie zarządzającego przedsiębiorstwem. Wyniki badań różnych autorów prezentowane w literaturze wskazują, że najczęściej właściciel przedsiębiorstwa ma wykształcenie techniczne, a wielorakość zadań, które musi wykonywać, zarządzając przedsiębiorstwem, utrudnia mu studiowanie obszernych prac z zakresu finansów przedsiębiorstw, a to powoduje, że zrozumienie nowych tendencji w zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa oraz przyczyn tych zmian, wynikających z szans i zagrożeń sprawia mu czasami spore trudności. Opracowanie niniejsze ma na celu zmniejszenie deficytu tej wiedzy, jaką odczuwa przedsiębiorca.

Układ książki został tak pomyślany, że ktoś kto potrzebuje szybkiej informacji odnośnie do określonego zagadnienia, np. sekurytyzacji, może bezpośrednio do niej sięgnąć bez konieczności studiowania pozostałych rozdziałów książki. Jednakże, kto chciałby zapoznać się z genezą zachodzących zmian,

poznać cele tych zmian, a także klasyczne instrumenty finansowania przedsiębiorstw, powinien sukcesywnie studiować całą książkę. Liczne przykłady zawarte w tym opracowaniu powinny ułatwić zrealizowanie tego zamierzenia. Nowe tendencje w zarządzaniu finansami łatwiej jest bowiem ocenić i zastosować, jeżeli zna się klasyczne zasady zarządzania.

Za wszelkie sugestie i uwagi krytyczne będę wdzięczna.

Mój E-mail: aurelia.bielawska@wzieu.pl

Aurelia Bielawska



# 1 Podstawy nowoczesnego zarządzania finansami przedsiębiorstwa

---

**Gabriela Łukasik**

## 1.1. Wprowadzenie

Współczesne przedsiębiorstwa działające w warunkach rozwoju rynków finansowych, zwiększonego ryzyka i niepewności muszą uwzględniać dokonujące się zmiany w nowym podejściu do zarządzania finansami. Stawia to przedsiębiorstwa przed nowymi problemami decyzyjnymi. Dotyczy to nie tylko możliwości wyboru konkurencyjnych źródeł, form i instrumentów pozyskiwania kapitału oraz jego alokacji, ale i zmian koncepcji działania w ramach realizowanych strategii finansowych. Przez strategię rozumie się wzorzec funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstwa wraz ze zbiorem kryteriów i reguł decyzyjnych umożliwiających realizację jego podstawowych celów.

W rozdziale zwrócono uwagę na podstawowe cele i obszary decyzyjne przedsiębiorstwa oraz możliwości wykorzystania instrumentów rynku finansowego w zarządzaniu finansami. Przedstawiono również główne problemy związane z zarządzaniem ryzykiem w przedsiębiorstwie.

## 1.2. Decyzje kapitałowe współczesnych przedsiębiorstw

W procesie decyzyjnym współczesnego przedsiębiorstwa można wyróżnić trzy główne obszary wyboru związane z [Łukasik, 2007, s. 18–20]:

- ▶ pozyskiwaniem kapitału i kształtowaniem jego struktury,
- ▶ alokacją kapitału, efektywnym jego wykorzystaniem wpływającym m.in. na zakres i sposób powiązania z innymi podmiotami rynku oraz strukturę aktywów,

▶ zarządzaniem ryzykiem, tj. zakresem ryzyka, oceną negatywnych jego konsekwencji, możliwością i stopniem ochrony przed zmiennością podstawowych parametrów rynku, z uwzględnieniem konsekwencji szerszej ekspozycji przedsiębiorstwa na ryzyko.

Każdy z tych obszarów można rozpatrywać również w zależności od rodzaju prowadzonej działalności, z wyróżnieniem działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej.

Decyzje operacyjne związane są ze specyfiką działalności przedsiębiorstwa i jego przynależnością do konkretnej branży. W tej grupie decyzji można wyróżnić obszary wyboru niezależne od przedsiębiorstwa, wynikające z cech jego sfery realnej, wyznaczające indywidualny profil ryzyka, oraz decyzje podlegające swobodnemu kształtowaniu (np. związane z pozycją rynkową przedsiębiorstw). Decyzje operacyjne związane są głównie ze zmianą i poziomem:

- ▶ zysku operacyjnego,
- ▶ przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej,
- ▶ stanu aktywów obrotowych i źródeł ich finansowania.

Wymaga to szerszych ocen w powiązaniu z: pozycją konkurencyjną przedsiębiorstwa na rynku, polityką cen, zakresem międzynarodowej aktywności, swobody wyboru struktury produktów, z uwzględnieniem posiadanych zdolności produkcyjnych i potrzeb rynku. Nie bez znaczenia pozostaje również ekonomiczny cykl życia produktów oraz stopień uzależnienia działalności od fazy cyklu gospodarczego.

Decyzje dotyczące struktury kapitału wpływające na poziom ryzyka finansowego związane są z wyborem relacji: kapitał własny–kapitał pożyczkowy jako konsekwencji optymalizacji struktury kapitału. W tym obszarze problemem decyzyjnym jest:

- ▶ ocena granicy opłacalności korzystania z zadłużenia, wynikającej z powiązania rentowności aktywów z kosztem kapitału obcego,
- ▶ wybór poziomu dźwigni finansowej,
- ▶ wybór instrumentów pozyskania kapitału i ich konsekwencji finansowych (w stanie zasobów, przychodów, kosztów, wpływów i wydatków pieniężnych),
- ▶ wyznaczenie kosztu kapitału; jest to ten parametr decyzyjny, który reaguje na poziom ryzyka finansowego, stanowiąc równocześnie łącznik między decyzjami długoterminowymi a dochodami właścicieli.

Kolejna grupa decyzji związana jest z wyborem kierunku alokacji kapitału, z uwzględnieniem oczekiwanej stopy zwrotu i akceptowanego poziomu ryzyka.

Decyzje inwestycyjne odnoszą się głównie do kierunku rozwoju i służą realizacji przyjętych strategii rynkowych. Dotyczy to w szczególności następujących sytuacji związanych z różnym wykorzystaniem kapitału:

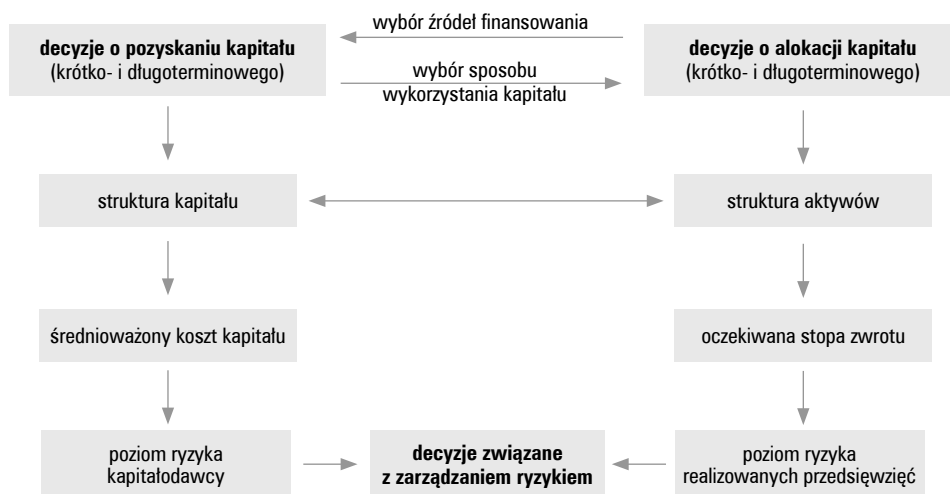
▶ przeznaczenia kapitału na finansowanie procesów rozwojowych związanych z przyjętą strategią rozwoju przedsiębiorstwa, zwiększeniem jego konkurencyjności i utrzymaniem pozycji rynkowej;

▶ przeznaczenia kapitału na realizację inwestycji finansowych, w tym powiązanie z innymi podmiotami gospodarczymi; głównym narzędziem takich decyzji może być celowa koncentracja kapitału, wyeliminowanie konkurencji, osiągnięcie efektu synergii, w tym wzrost wartości w wyniku lepszego wykorzystania zasobów łączonych firm;

▶ przeznaczenia kapitału na finansowanie aktywów bieżących, poprawę płynności finansowej, zmianę strategii finansowania bieżących potrzeb przedsiębiorstwa;

▶ przeznaczenia kapitału na restrukturyzację przedsiębiorstwa, w tym sanacyjne finansowanie, ograniczające skutki kryzysu finansowego.

Wzajemne powiązania obszarów decyzyjnych uwzględnia rysunek 1.1.



**Rysunek 1.1.** Powiązania głównych obszarów decyzji kapitałowych przedsiębiorstw

Źródło: opracowanie własne.

Odrębnym kryterium podziału decyzji przedsiębiorstwa jest czynnik czasu pozwalający wyróżnić:

▶ decyzje krótkoterminowe związane z bieżącą działalnością przedsiębiorstwa i zapewniające jego przetrwanie; szczególną rolę odgrywają tu decyzje związane z kształtowaniem płynności finansowej,



▶ decyzje długoterminowe (decyzje rozwojowe) dotyczące wyborów umożliwiających efektywne funkcjonowanie przedsiębiorstwa w dłuższej perspektywie.

Drugi obszar decyzji wymaga uwzględnienia kategorii czasu i związanej z tym zmiennej wartości pieniądza w czasie w rachunku ekonomicznym (zarówno kapitałodawcy, jak i kapitałobiorcy). Związane jest to z koniecznością wyróżnienia stopy dyskontującej przyszłe wpływy i wydatki przedsiębiorstwa, pozwalającej na uwzględnienie w wyborach:

- ▶ oczekiwanej stopy zwrotu,
- ▶ kosztów utraconych korzyści alternatywnych wyborów,
- ▶ ryzyka transakcji,
- ▶ oczekiwań inflacyjnych,
- ▶ niejednoznaczności uzyskiwanych efektów i ponoszonych nakładów w różnych okresach.

### **1.3. Kategoria wartości w strukturze celów przedsiębiorstwa**

W teorii finansów przedsiębiorstwa wiele miejsca poświęca się próbie zdefiniowania głównego celu jego działalności. Koncepcje teoretyczne zwracają uwagę na różne aspekty działalności przedsiębiorstwa, poszukując najlepszego kryterium decyzyjnego. Dyskusyjny jest wybór kategorii stwarzającej możliwości zobiektywizowanego kryterium wyboru i oceny przedsiębiorstwa pozwalającego równocześnie na syntetyczną ocenę różnych wariantów działania o różnym poziomie ryzyka i różnym zakresie czasowym, z równoczesną rynkową wyceną aktywów i ich zdolnością do przynoszenia korzyści ekonomicznych.

Neoklasyczna teoria przedsiębiorstwa przyjmuje maksymalizację zysku za główny cel działania (utożsamianego z zyskiem księgowym), ustalaną zgodnie z zasadami rachunkowości. W literaturze zwraca się uwagę, że kryterium maksymalizacji zysku jest jednoznacznie definiowane jedynie w warunkach pewności oraz w krótkich okresach. Odróżnić należy również pojęcie zysku rachunkowego od zysku ekonomicznego, związanego z różnym zastosowaniem czynników produkcji oraz zmienną wartością pieniądza w czasie.

Teorie menedżerskie wyróżniają maksymalizację bogactwa właścicieli (interesów właścicieli), którzy, inwestując środki w działalność przedsiębiorstwa, rezygnują z bieżącej konsumpcji. W tym rozumieniu maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa stanowi podstawowy cel jego działalności.

Teorie finansów behawioralnych, oparte na społecznym modelu przedsiębiorstwa (społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa), zwracają uwagę na realizację celów różnych grup interesów (interesariuszy) korzystających z niezakłóconego funkcjonowania przedsiębiorstwa w zmieniającym się otoczeniu.

Nie rozwijając szerzej zagadnienia, można uznać, że koncepcja kreowania wartości dla właścicieli i tworzenia wartości dla interesariuszy nie są teoriami konkurencyjnymi ale komplementarnymi. Cele przedsiębiorstwa powinny więc uwzględniać jego zdolność do:

- ▶ spełnienia oczekiwań finansowych aktualnych kapitałodawców (zabezpieczenia oczekiwanej stopy zwrotu) w dłuższym okresie,
- ▶ zabezpieczenia rozwoju i wymaganego poziomu samofinansowania,
- ▶ utrzymania zdolności do pozyskiwania dodatkowych funduszy zewnętrznych, tj. wiarygodności wobec potencjalnych inwestorów.

Należy również zaznaczyć, że zarządzanie wartością (*value based management*) powstało w odpowiedzi na problemy oddzielenia własności od zarządu i związane z tym konflikty interesów.

Pojęcie wartości przedsiębiorstwa nie jest w literaturze definiowane w sposób jednoznaczny. Tradycyjne podejście majątkowe uwzględniające wartość księgową przedsiębiorstwa oraz ocenę retrospektywną nie jest wystarczające. W szczególności należy uwzględnić:

- ▶ rozróżnienie wartości ekonomicznej i rynkowej,
- ▶ sposób powiązania efektów podejmowanych decyzji z wartością przedsiębiorstwa,
- ▶ czynniki decydujące o wzroście wartości przedsiębiorstwa i ocenę w jakim stopniu mają one charakter zależny a w jakim niezależny,
- ▶ rolę czynników fundamentalnych (retro- i prospektywnych) i rynkowych w kształtowaniu wartości przedsiębiorstwa.

W ocenach uwzględniać należy również kierunki rozwoju przedsiębiorstwa, sposoby alokacji kapitału i ich rezultaty, a także źródła finansowania przedsięwzięć rozwojowych. Wiąże się to z wyceną wartości ekonomicznej przedsiębiorstwa i ekonomicznej wartości dodanej (*EVA*). Przedsiębiorstwo, działając w różnych obszarach decyzyjnych związanych z rynkiem kapitałowym, w różny sposób może oddziaływać na wartość ekonomiczną.

Wartość ekonomiczna przedsiębiorstwa jest w różny sposób uwzględniana w literaturze tematu [Brigham, Gapenski, 2000, s. 50–53]. Najczęściej **wartość ekonomiczną** (*PV*) określa się jako bieżącą wartość przepływów pieniężnych netto generowanych przez aktywa wykorzystywane w działalności operacyjnej (*CF<sub>t</sub>*), gdzie stopą dyskontową jest średni ważony koszt kapitału, wyznaczający

oczekiwaną stopę zwrotu przez kapitałodawcę przy danym poziomie ryzyka (WACC), zgodnie z formułą:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1 + WACC)^t}.$$

Przepływy pieniężne generowane przez przedsiębiorstwo stały się podstawą wyróżnienia ekonomicznej wartości dodanej (EVA). **Ekonomiczna wartość dodana** (określana również jako tzw. zysk ekonomiczny) jest kategorią finansową pozwalającą ocenić wyniki działania przedsiębiorstwa w okresie  $t$ . Występuje w formie:

$$EVA = (ROI - WACC) K,$$

gdzie:  $ROI$  – stopa zwrotu z zaangażowanego kapitału mierzona zyskiem operacyjnym,  $K$  – zaangażowany kapitał.

Ta kategoria syntetyzuje główne obszary decyzyjne przedsiębiorstwa, wskazując na rolę:

- ▶ prawidłowych (efektywnych) decyzji alokacyjnych,
- ▶ optymalnej struktury kapitału,
- ▶ prawidłowego wyznaczenia potrzeb kapitałowych i wycofania kapitału z przedsięwzięć nieefektywnych (*asset management*) w wyznaczeniu rzeczywistej jego siły ekonomicznej i zdolności do generowania dochodu dla właścicieli; tworzenie wartości jest zawsze efektem inwestowania w przedsięwzięcia przynoszące stopę zwrotu wyższą od kosztu finansującego ich kapitałów.

## 1.4. Klasyfikacja metod i źródeł finansowania przedsiębiorstwa

Metody i źródła finansowania przedsiębiorstw można klasyfikować według kilku kryteriów, z uwzględnieniem:

- ▶ pochodzenia środków,
- ▶ podmiotu do którego należą środki,
- ▶ kierunku wykorzystania środków.

Z punktu widzenia pochodzenia środków można wyróżnić wewnętrzne i zewnętrzne źródła finansowania i odpowiadające im metody samofinansowania potrzeb przedsiębiorstw i metody pozyskiwania środków z rynku finansowego.

**Finansowanie wewnętrzne** polega na uzyskiwaniu środków finansowych w trakcie działalności przedsiębiorstwa, dokonywania przekształceń w strukturze aktywów oraz wykorzystania wewnętrznych rezerw. Podstawową kategorią samofinansowania (głównie rozwoju przedsiębiorstwa) jest nadwyżka finansowa uwzględniająca wysokość zysku netto i amortyzacji. Takie rozumienie kategorii nadwyżki finansowej wskazuje jednak na potencjalne możliwości samofinansowania, które różnią się od realnych szans o poziom wypłaconego zysku dla właścicieli (zysk zatrzymany). W ramach wewnętrznych źródeł finansowania wyróżnić należy amortyzację, oznaczającą zmianę nośnika wartości zaangażowanych w przedsiębiorstwie kapitałów. Amortyzacja umożliwia sukcesywne rozłożenie w czasie przenoszenia wartości zużywających się składników majątku na realizowane w przedsiębiorstwie (szeroko rozumiane) produkty. Wynika to zarówno z finansowej funkcji amortyzacji, pozwalającej na odtworzenie zużytego majątku (głównie środków trwałych), jak i faktu, że amortyzacja, będąc kosztem, nie stanowi równocześnie wydatku. Problem ten można szerzej rozpatrywać między innymi w powiązaniu z metodami amortyzacji (w tym metodą przyspieszoną), skutkami podatkowymi (rozdzielenie amortyzacji bilansowej i podatkowej) decydującymi w konsekwencji o poziomie realnej nadwyżki finansowej. Zdolność do samofinansowania przedsiębiorstwa można rozpatrywać również w aspekcie retrospektywnym i prospektywnym. Ujęcie retrospektywne pozwala na ocenę wysokości dysponowanej nadwyżki finansowej stanowiącej potencjalne źródło finansowania działalności przedsiębiorstw a określającej jego zdolność do akumulowania wolnych środków kapitałowych. Ujęcie prospektywne uwzględnia możliwości osiągnięcia wzrostu nadwyżki finansowej w przyszłości, stanowiącej potencjalne źródło samospłaty pozyskiwanego kapitału, z uwzględnieniem czynnika czasu i dyskontowania przewidywanych wpływów pieniężnych. Z jednej strony, możliwości samofinansowania determinują skalę przedsięwzięć inwestycyjnych, z drugiej natomiast, konfrontacja zamierzeń rozwojowych z możliwościami finansowymi wyznacza potrzeby kapitałowe pokrywane zasilaniem zewnętrznym [Łukasik, 1998, s. 35–36].

**Zewnętrzne źródła finansowania** są pozyskiwane przez przedsiębiorstwo na rynku finansowym z uwzględnieniem sektora bankowego i rynku papierów wartościowych lub bezpośrednich relacji między podmiotami gospodarczymi.