

Finanse

Przedsiębiorstwo w warunkach współczesnej gospodarki rynkowej

Finansowanie, pomiar, efektywność

Agnieszka Janus, Rafał Józwicki

Dorota Kobus-Ostrowska, Mariusz Nyk



Przedsiębiorstwo w warunkach współczesnej gospodarki rynkowej

Finansowanie, pomiar, efektywność



WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Finanse

Przedsiębiorstwo w warunkach współczesnej gospodarki rynkowej

Finansowanie, pomiar, efektywność

Agnieszka Janus, Rafał Józwicki
Dorota Kobus-Ostrowska, Mariusz Nyk



**WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO**

Łódź 2022

Agnieszka Janus (ORCID: 0000-0002-3958-2293)

Rafał Józwicki (ORCID: 0000-0002-4346-4046)

Dorota Kobus-Ostrowska (ORCID: 0000-0001-5004-6478)

Mariusz Nyk (ORCID: 0000-0002-9967-6427)

– Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Ekonomii
Katedra Ekonomii Instytucjonalnej i Mikroekonomii, 90-214 Łódź, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41/43

RECENZENCI

Jarosław Korpysa, Łukasz Sułkowski

REDAKTOR INICJUJĄCY

Beata Koźniewska

OPRACOWANIE REDAKCYJNE

Aleksandra Urzędowska

SKŁAD I ŁAMANIE

AGENT PR

KOREKTA TECHNICZNA

Anna Jakubczyk

PROJEKT OKŁADKI

Agencja Reklamowa efectoro.pl

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © depositphotos/BiancoBlue

© Copyright by Authors, Łódź 2022

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2022

Publikacja jest udostępniona na licencji Creative Commons Uznanie autorstwa – Użycie
niekomercyjne – Bez utworów zależnych 4.0 (CC BY-NC-ND)

<https://doi.org/10.18778/8220-804-7>

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

Wydanie I. W.10599.21.0.K

Ark. wyd. 11,0; ark. druk. 12,625

e-ISBN 978-83-8220-804-7

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

90-237 Łódź, ul. Jana Matejki 34A

www.wydawnictwo.uni.lodz.pl

e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl

tel. 42 635 55 77

Spis treści

Wstęp	9
Rozdział 1	
Istota, zasady i kryteria podziału finansowania działalności gospodarczej	11
1.1. Pojęcie, cele i zadania finansowania działalności gospodarczej	11
1.2. Kapitał przedsiębiorstwa a formy finansowania jego działalności	18
1.3. Hierarchia kryteriów wyboru źródeł i sposobów finansowania działalności gospodarczej	23
1.4. Klasyfikacje form finansowania działalności przedsiębiorstwa	28
1.4.1. Wewnętrzne i zewnętrzne formy finansowania działalności gospodarczej	30
1.4.2. Własne, obce i hybrydowe formy finansowania działalności gospodarczej	32
1.4.3. Krótko- i długoterminowe formy finansowania działalności gospodarczej	38
1.5. Podstawowe zasady finansowania przedsiębiorstwa (teorie struktury kapitału) – ujęcie teoretyczne	39
Rozdział 2	
Charakterystyka wybranych wewnętrznych form finansowania przedsiębiorstwa	43
2.1. Wewnętrzne własne źródła finansowania przedsiębiorstw	44
2.1.1. Zysk zatrzymany	44
2.1.2. Amortyzacja	46
2.1.3. Sprzedaż aktywów	51
2.2. Wewnętrzne obce źródła finansowania przedsiębiorstw	51
2.3. Szczegółne wewnętrzne formy finansowania przedsiębiorstw	53
Rozdział 3	
Charakterystyka wybranych zewnętrznych form finansowania przedsiębiorstwa	55
3.1. Zewnętrzne własne źródła finansowania przedsiębiorstwa	55
3.1.1. Kapitał podstawowy	55
3.1.2. Dopłaty wspólników i pozyskanie nowego wspólnika	56
3.1.3. Emisja akcji	57
3.1.4. Fundusze venture capital	59
3.1.5. Fundusze europejskie	62

6 Spis treści

3.2. Zewnętrzne obce źródła finansowania przedsiębiorstwa	64
3.2.1. Kredyt bankowy	64
3.2.2. Leasing	66
3.2.3. Fundusze pożyczkowe	68
3.2.4. Obligacje	70
3.2.5. Kredyt kupiecki	71
3.3. Współczesne zewnętrzne formy finansowania przedsiębiorstwa	73
3.3.1. Faktoring	73
3.3.2. Forfaiting	75
3.3.3. Franczyza	76
3.3.4. Finansowanie społecznościowe (crowdfunding)	77
3.3.5. Wykupy lewarowane (LBO) i menedżerskie (MBO/MBI)	84

Rozdział 4

Pomiar i ocena działalności finansowej przedsiębiorstwa **87**

4.1. Zasadnicze kryteria oceny potencjału finansowego przedsiębiorstwa	87
4.1.1. Poziom całkowitych zasobów finansowych w relacji do zapotrzebowania i jego zmiany w czasie	88
4.1.2. Reguły zadłużenia i zasady finansowania przedsiębiorstwa	90
4.1.3. Mechanizm dźwigni finansowej	96
4.1.4. Płynność finansowa przedsiębiorstwa a jego wypłacalność	97
4.1.5. Wyniki finansowe przedsiębiorstwa	102
4.1.5.1. Wskaźniki rentowności sprzedaży	105
4.1.5.2. Wskaźniki rentowności majątku (aktywów)	107
4.1.5.3. Wskaźniki rentowności kapitałów własnych (rentowności finansowej)	108
4.2. Analiza i ocena gospodarki finansowej Grupy Kapitałowej Comarch w latach 2017–2020 – studium przypadku	110
4.2.1. Wielkość i zmiany pasywów wybranej grupy kapitałowej	113
4.2.2. Wskaźniki struktury, zadłużenia i zasady finansowania badanego przedsiębiorstwa	117
4.2.3. Analiza działania mechanizmu dźwigni finansowej	121
4.2.4. Wskaźniki płynności finansowej GK Comarch w badanym okresie	121
4.3. Analiza przyczynowo-skutkowa	124
4.3.1. Istota analizy przyczynowo-skutkowej	124
4.3.2. Rodzaje analizy	127
4.3.3. Studium przypadku – wpływ konkurencji na sprzedaż w przedsiębiorstwie SWW Suwałki sp. z o.o.	133

Rozdział 5

Wartość przedsiębiorstwa i metody jej wyceny **139**

5.1. Wartość majątku a wartość przedsiębiorstwa	139
5.2. Metody wyceny przedsiębiorstwa	144
5.2.1. Metody majątkowe	146
5.2.2. Metody dochodowe	150

5.2.3. Metody mieszane	152
5.2.4. Metody porównawcze	152
5.2.5. Metody niekonwencjonalne	153
5.3. Studium przypadku – wycena przedsiębiorstwa ABC sp. z o.o.	154

Rozdział 6

Metody oceny efektywności projektów inwestycyjnych **163**

6.1. Istota pojęcia „efektywność”	163
6.2. Rodzaje projektów inwestycyjnych i etapy ich realizacji	165
6.3. Proste metody oceny projektów inwestycyjnych	168
6.3.1. Okres zwrotu nakładów inwestycyjnych	169
6.3.2. Prosta stopa zwrotu	170
6.4. Dyskontowe metody oceny projektów inwestycyjnych	171
6.4.1. Zdyskontowany okres zwrotu	172
6.4.2. Wartość zaktualizowana netto NPV	173
6.4.3. Wskaźnik zyskowności (rentowności) PI	175
6.4.4. Wewnętrzna stopa zwrotu IRR	176
6.5. Ryzyko i jego ocena w projektach inwestycyjnych	178

Zakończenie	187
-------------	-----

Bibliografia	189
--------------	-----

Spis tabel	199
------------	-----

Spis rysunków	201
---------------	-----

Wstęp

Ze względu na coraz trudniejsze warunki gospodarowania, dynamikę otoczenia czy też powtarzające się kryzysy finansowe, problematyka finansowania działalności gospodarczej nie traci na aktualności, a wręcz przeciwnie – jest nadal w pełni nieodkrytą, a przez to otwierającą nowe obszary poznawczo-badawcze sferą funkcjonowania i rozwoju każdego przedsiębiorstwa. W ramach teorii i praktyki finansowania przedsiębiorstw kluczową rolę odgrywają dostępne dla podmiotu źródła kapitału i kryteria ich wyboru, a także sposoby pomiaru i oceny efektów prowadzonej gospodarki finansowej. Kiedy weźmie się pod uwagę różnorodność występujących na rynku finansowym metod finansowania działalności gospodarczej, okazuje się, że ich usystematyzowanie oraz opis ułatwiają menedżerom i/lub właścicielom firm podejmowanie skutecznych decyzji zarządczych.

Obok problemów związanych z doбором sposobów finansowania jednostek gospodarczych i określaniem ich rozmiarów wielu przedsiębiorców boryka się w pierwszej kolejności z trudnościami z wyborem właściwych metod analizy ich efektywności, a później – zastosowaniem i sformułowaniem wniosków. Niewątpliwie problematyka pomiaru wyników działalności gospodarczej i ich oceny permanentnie ewoluuje, dostosowując się do zmieniającego się otoczenia, w szczególności do rosnących oczekiwań interesariuszy przedsiębiorstwa. Jej złożoność, dynamika i trudny do przewidzenia kierunek zmian powodują, iż zarządzanie przedsiębiorstwem, w tym jego finansami, stało się dla wielu menedżerów wyzwaniem. Naprzeciw owym uwarunkowaniom i trudnościom wychodzi współczesna analiza finansowa, dostarczając nowych narzędzi badawczo-poznawczych i modyfikując już istniejące.

Celem monografii jest stworzenie kompendium wiedzy o charakterze teoretyczno-empiryczno-aplikacyjnym, obejmującego podstawy teorii finansów, ze szczególnym uwzględnieniem problemów finansowania współczesnych przedsiębiorstw, metodologię pomiaru ich dokonań (analiza *ex post*) i zamierzeń rozwojowych (analiza *ex ante*) wraz z ich oceną, a także wskazanie kierunków zmian w przyszłości.

Monografia składa się z sześciu rozdziałów. Pierwszy rozdział zatytułowany *Istota, zasady i kryteria podziału finansowania działalności gospodarczej* zawiera teoretyczne zagadnienia odnoszące się do definicji najważniejszych pojęć związanych z finansami przedsiębiorstw, a także celów, zadań, systematyki kryteriów

wyboru i podziału źródeł finansowania przedsiębiorstw. W tej części pracy zawarto również dorobek teorii struktur kapitału. Dwa kolejne rozdziały pt. *Charakterystyka wybranych wewnętrznych form finansowania przedsiębiorstwa* oraz *Charakterystyka wybranych zewnętrznych form finansowania przedsiębiorstwa* przedstawiają w sposób szczegółowy, zgodnie z przyjętą strukturą, te źródła finansowania, które są obecnie najczęściej wykorzystywane przez współczesnych przedsiębiorców. Z kolei IV rozdział, o tytule *Pomiar i ocena działalności finansowej przedsiębiorstwa*, ma charakter metodologiczno-analityczny; został on poświęcony głównie wstępnej analizie i ocenie gospodarki finansowej przedsiębiorstwa. Ostatnia część tegoż rozdziału stanowi studium empiryczne przygotowane na podstawie danych sprawozdawczych Grupy Kapitałowej Comarch w latach 2017–2020. Rozdział V, zatytułowany *Wartość przedsiębiorstwa i metody jej wyceny*, porusza istotną z punktu widzenia każdego podmiotu tematykę. Autorzy przedstawiają w nim stosowane w praktyce gospodarczej metody umożliwiające oszacowanie wartości przedsiębiorstwa wraz z przykładem liczbowym będącym studium przypadku. W rozdziale VI, zatytułowanym *Metody oceny efektywności projektów inwestycyjnych*, autorzy wyjaśniają fundamentalne zagadnienia związane z pojęciem „efektywności” i omawiają kluczowe metody oceny projektów inwestycyjnych, posiłkując się przy tym przykładami liczbowymi.

Z uwagi na teoretyczno-empiryczny wymiar zakresu przedmiotowego monografii może ona służyć zarówno słuchaczom studiów wyższych szkół zawodowych czy uczelni akademickich, jak również praktykom życia gospodarczego, tj. właścicielom firm i menedżerom, księgowym, analitykom biznesowym, finansistom bądź też uczestnikom szkoleń w obszarze zarządzania finansami przedsiębiorstw.

Autorzy

Rozdział 1

Istota, zasady i kryteria podziału finansowania działalności gospodarczej

1.1. Pojęcie, cele i zadania finansowania działalności gospodarczej

Chcąc wyjaśnić pojęcie **finansowania działalności gospodarczej**¹, należy w pierwszej kolejności określić znaczenie **finansów**² jako takich oraz znaczenie słów pokrewnych temu terminowi. Jak dotąd w literaturze przedmiotu nie wypracowano jednolitego stanowiska w odniesieniu do definicji pojęcia finansów, co świadczy przede wszystkim o jego wieloznaczności, złożoności i zmienności w czasie. Na potrzeby możliwie najpełniejszego wyjaśnienia istoty tegoż terminu ważne jest ustalenie – obok elementów definicyjnych wchodzących w jego zakres – również jego wymiaru. Z reguły pojęcie finansów jest rozpatrywane w dwóch wymiarach, tj. makroekonomicznym, a więc całej gospodarki, jak i mikroekonomicznym – w odniesieniu do gospodarstw domowych, przedsiębiorstw czy też innych jednostek gospodarujących³. Na gruncie mikroekonomicznym G. Michalski dodatkowo rozróżnia finanse krótkoterminowe i finanse długoterminowe. Jego zdaniem punktem rozgraniczającym te dwie kategorie ekonomiczne jest okres

1 Pojęcia finansowanie działalności gospodarczej i finansowanie przedsiębiorstwa będą używane w monografii zamiennie.

2 Podejmując się próby wyjaśnienia pojęcia finansów, głównie na potrzeby praktyki gospodarczej, nie można pominąć jego naukowego charakteru. Przedmiotem **nauki finansów** są zjawiska i procesy pieniężne przebiegające w sektorze publicznym, instytucjach finansowych, przedsiębiorstwach i gospodarstwach domowych. Jest ona jedną z gałęzi ogólnej nauki ekonomii – J. Ostaszewski (red.), *Finanse*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2010, s. 22.

3 J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 13.

jednego roku oraz charakter operacji i decyzji, które cechują każdą z nich. Finanse w krótkim okresie obejmują zarządzanie kapitałem obrotowym netto, ze szczególnym uwzględnieniem problemów utrzymania optymalnego poziomu płynności finansowej, a także planowanie i kontrolę przepływów pieniężnych zarówno wewnątrz przedsiębiorstwa, jak i w relacjach z jego otoczeniem. Krótkoterminowe decyzje w obszarze finansów przedsiębiorstwa powinny być spójne z decyzjami długoterminowymi, które z kolei koncentrują się na zagadnieniach kształtowania portfela produkcji bądź wachlarza świadczonych usług, poziomu i struktury kapitału przedsiębiorstwa, poziomu i struktury majątku trwałego czy też polityki wypłat dywidend⁴.

Potocznie termin finanse jest rozumiany jako **stan gotówki (zasoby pieniężne)**⁵. Jednakże w terminologii ekonomicznej oznacza on

[...] stosunki ekonomiczne wynikające z ruchu pieniądza, tj. gromadzenia i wydatkowania środków pieniężnych przez podmiot gospodarczy, zasoby pieniężne, stan majątkowy osoby, rodziny, instytucji, państwa itp. W szerokim znaczeniu „finanse” są synonimem określenia „gospodarka pieniężna”, która polega na gromadzeniu pieniądza z różnych źródeł i tytułów oraz na jego wydatkowaniu i lokowaniu na różne cele i w różny sposób i która obejmuje także ramy instytucjonalne (również umowy prawne), w których te procesy przebiegają⁶.

Według Z. Fedorowicza nie wszystkie zjawiska pieniężne czy też procesy gospodarcze powinny reprezentować pojemność znaczeniową finansów, gdyż jego zdaniem pojęciem **finansów** „będziemy obejmowali tylko te zjawiska pieniężne, które są związane z kreacją i ruchem realnie istniejących zasobów pieniądza bądź też z zaciąganiem zobowiązań do uruchomienia zasobów pieniężnych w przyszłości”⁷. Autor, argumentując taki właśnie zakres znaczeniowy pojęcia finansów, zauważa, iż wykorzystywanie pieniądza w roli miary wielkości realnych nie wymaga rzeczywistej obecności zasobów pieniężnych, których gromadzenie i podział było podstawą określenia finansów. Dlatego też twierdzi, że nie ma podstawy do obejmowania pojęciem finanse wykorzystywania pieniądza jako ewidencyjnej miary procesów produkcji i spożycia czy też generalnie procesów gospodarczych. Zjawiska pieniężne, które w powyższej definicji zostały włączone do pojęcia finansów, mają odzwierciedlenie – w przypadku przeszłości – w ewidencji księgowej i w statystyce, natomiast w odniesieniu do przyszłości – w planowaniu finansowym i w prognozowaniu. Mimo to Z. Fedorowicz uznał, że owe instrumenty zarządzania przebiegiem zjawisk pieniężnych należy oddzielić od przebiegu zjawisk finansowych w rzeczywistości i tym samym wyłączyć je z zakresu pojęcia finansów. Co więcej, autor ten dostrzega konieczność wyjaśnienia dodatkowego pojęcia

4 G. Michalski, *Strategiczne zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 15–18.

5 J. Ostaszewski (red.), *Finanse...*, s. 19.

6 J. Penc, *Leksykon biznesu*, Agencja Wydawnicza „Placet”, Warszawa 2007, s. 121.

7 J. Ostaszewski (red.), *Finanse...*, s. 20.

z dziedziny finansów, a mianowicie pojęcia **gospodarki finansowej**⁸, które znaczeniowo jest szersze od pojęcia finansów. W jego opinii

[...] gospodarka finansowa obejmuje działania podmiotów (jednostek gospodarujących) w dziedzinie zjawisk pieniężnych, polegających na:

- a) przygotowaniu do przeprowadzenia wszelkiego rodzaju operacji pieniężnych, co obejmuje m.in. ich planowanie,
- b) faktyczną realizację tych operacji pieniężnych (w tej części gospodarka finansowa obejmuje w całości finanse w podanym poprzednio znaczeniu),
- c) ewidencję i analizę operacji pieniężnych zrealizowanych w przeszłości, m.in. w celu przygotowania decyzji co do działań na przyszłość⁹.

Kolejnym terminem ważnym z punktu widzenia potrzeby zgłębienia problematyki finansowania działalności gospodarczej jest termin **polityki finansowej**. Z. Fedorowicz proponuje następującą definicję: „[...] polityka finansowa oznacza dokonywanie zarówno wyboru celów, które mają być osiągnięte w wyniku gospodarki finansowej, jak też i metod czy sposobów działania dla osiągnięcia wybranych celów”¹⁰. Zarówno kryteria wyboru celów i zamierzeń, jak i sposoby ich osiągania są uzależnione od wielu uwarunkowań, do których w głównej mierze należą: rodzaj jednostki gospodarującej, faza cyklu życia, w której się znajduje, jej subiektywne preferencje, obecny i przyszły potencjał czy też ogólna kondycja gospodarcza kraju.

Wszystkie powyższe wymienione pojęcia M. Wypych ujął w postaci **systemu finansowego przedsiębiorstwa**, który definiuje

[...] jako zbiór zasad oraz form organizacyjnych, regulujących mechanizmy finansowe i zabezpieczających sprawność przepływów pieniężnych w przedsiębiorstwie: obejmuje nie tylko gospodarkę finansową, ale również organizację rachunkowości i zasady bilansowania. System finansowy dostosowany jest do konkretnych warunków: uwzględnia zróżnicowanie źródeł pozyskiwania kapitału, formę organizacyjno-prawną i własnościową przedsiębiorstwa, jego wielkość, rodzaj prowadzonej działalności gospodarczej, unormowania prawne dotyczące ewidencji, opodatkowania, rachunkowości i sprawozdawczości, przyjętą strategię rozwoju i związane z nią cele działalności przedsiębiorstwa¹¹.

Ze względu na wymiar, jak i stopień zróżnicowania składowych systemu finansowego przedsiębiorstwa zrodziła się dyscyplina naukowa zwana finansami

8 W literaturze przedmiotu można spotkać także inne określenia, jak np. gospodarka zasobami pieniężnymi przedsiębiorstwa, gospodarka środkami finansowymi przedsiębiorstwa, gospodarowanie pieniądzem w przedsiębiorstwie, itp.

9 J. Ostaszewski (red.), *Finanse...*, s. 20–21.

10 Tamże, s. 21.

11 M. Wypych (red.), *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, Wydawnictwo Absolwent, Łódź 1999, s. 13.

przedsiębiorstwa lub inaczej zarządzaniem finansami przedsiębiorstwa. Jej zadaniem jest przede wszystkim dostarczanie menedżerom różnego rodzaju instrumentów, technik, reguł i paradygmatów, implementacja których umożliwi im podejmowanie skutecznych decyzji w obszarze finansów zarządzanej jednostki, a w konsekwencji osiągnięcie zamierzonych celów.

Na pojęcie **finansów przedsiębiorstwa**, zdaniem J. Czekaja i Z. Dreslera, składają się wszystkie zjawiska i procesy finansowe zachodzące w jego wnętrzu¹². Autorzy ci owo pojęcie rozpatrują w kilku aspektach. W aspekcie funkcjonalnym finanse przedsiębiorstwa można utożsamiać z procesami gromadzenia (pozyskiwania) pieniądza oraz z procesami jego wykorzystywania (lokowania). Z podmiotowego punktu widzenia finanse firmy¹³ są przedstawiane jako proces zarządzania zgromadzonymi kapitałami, czego efektem ma być zdolność przedsiębiorstwa jako całości do generowania zysków i utrzymania płynności finansowej zarówno w krótkim, jak i w długim okresie. Ostatnim wymienionym przez autorów aspektem jest aspekt przedmiotowy, dzielący zjawiska finansowe ze względu na miejsce ich występowania w przedsiębiorstwie, np. w działalności bieżącej, w działalności rozwojowej, w planowaniu działań itp. J. Czekaj i Z. Dresler w swoich rozważaniach nie pomijają też kwestii wymiaru finansów przedsiębiorstwa, wskazując – obok zjawisk i procesów przebiegających we wnętrzu firmy – także szerszy wymiar rozumienia tego pojęcia, odnoszący się do całej gospodarki, w tym m.in. do powiązań i relacji przedsiębiorstwa z rynkiem kapitałowym, systemem bankowym, systemem instytucji finansów publicznych, oraz wymiar międzynarodowy, związany z wymianą gospodarczą z zagranicą czy też działalnością na międzynarodowych rynkach finansowych¹⁴.

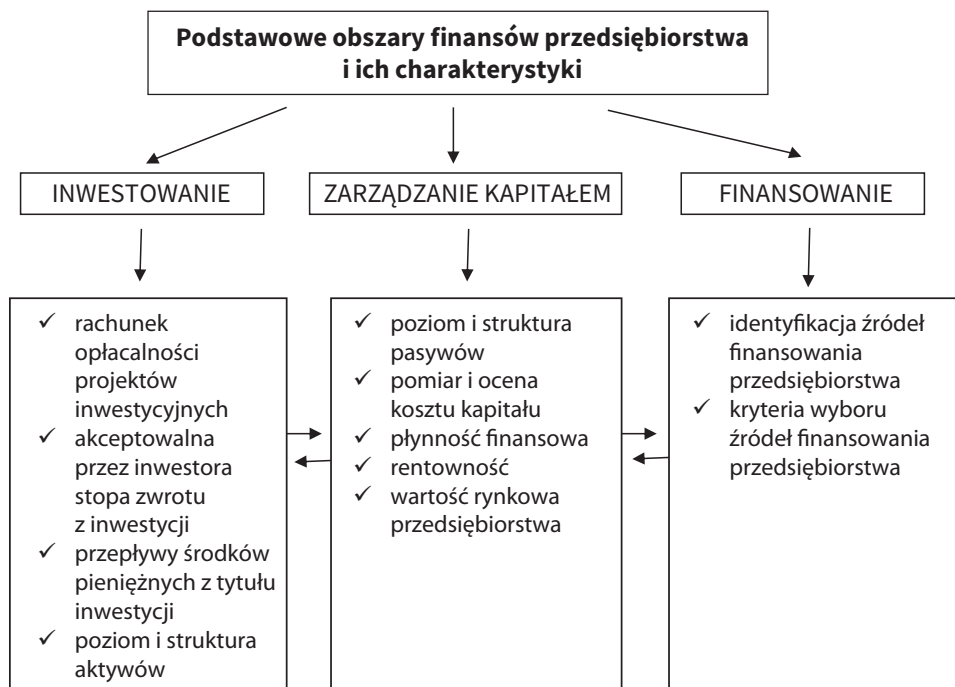
Aspekt funkcjonalny finansów przedsiębiorstwa jest przez wielu autorów utożsamiany z pojęciem **finansowania działalności gospodarczej**¹⁵. Finansowanie przedsiębiorstwa przedstawiane jest też jako jeden z trzech obszarów (sfer, segmentów) finansów przedsiębiorstwa obok zarządzania kapitałem i zastosowania kapitału.

12 Pod tą definicją podpisuje się m.in. M. Wypych – patrz: tamże, s. 12.

13 Pojęcie firmy będzie używane w monografii jako synonim pojęcia przedsiębiorstwa.

14 J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami...*, s. 13.

15 B. Piasecki (red.), *Ekonomika i zarządzanie małą firmą*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Łódź 2001, s. 461–462; H. Błoch, *Decyzje finansowe*, CIM, Warszawa 1993, s. 13; J. Ickiewicz, *Strategia finansowa przedsiębiorstwa*, Poltext, Warszawa 1993, s. 9.



Rysunek 1. Podstawowe obszary finansów przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne.

W takim ujęciu **finansowanie przedsiębiorstwa** sprowadza się do pozyskiwania przez jednostkę gospodarującą niezbędnych środków finansowych, inaczej mówiąc: do zaopatrywania przedsiębiorstwa w kapitał, który następnie jest alokowany we własnym przedsiębiorstwie (pasywne finansowanie przedsiębiorstwa) lub w innych przedsiębiorstwach (aktywne finansowanie przedsiębiorstwa)¹⁶. Przy czym obok zapewnienia przedsiębiorstwu kapitału zadaniem finansowania jest taki wybór źródeł jego pochodzenia, które zagwarantują optymalną strukturę kapitału przy możliwie najniższym średnim ważonym koszcie¹⁷.

Zarządzanie kapitałem wiąże się głównie z dążeniem do osiągnięcia, a następnie zachowania jak najdłużej takiej struktury finansowania przedsiębiorstwa, która w długiej perspektywie umożliwia maksymalizację jego wartości, a w krótkiej – utrzymanie płynności finansowej. Kształtowanie struktury finansowania jest jednym z podstawowych zadań zarządzania finansami przedsiębiorstwa obok zarządzania przychodami, kosztami i wygenerowanym zyskiem, zarządzania ryzykiem

16 B. Piasecki (red.), *Ekonomika i zarządzanie...*, s. 462.

17 J. Ickiewicz, *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2001, s. 208; J.C. Van Horne, *Financial Management and Policy*, Prentice Hall, Upper Saddle, River, New Jersey 1989, s. 133.

finansowym i zarządzania podatkami¹⁸. Zachodzące w przedsiębiorstwie procesy realne są determinowane przez rozmiar posiadanego bądź będącego w dyspozycji kapitału, a także wielkości przychodów i kosztów. Z kolei koszty ponoszone w związku z realizacją przychodów są warunkowane m.in. strukturą finansowania przedsiębiorstwa¹⁹.

Zastosowanie kapitału, czyli jego **inwestowanie**, to działania zmierzające do racjonalnego i skutecznego wykorzystania zarówno tych środków finansowych, które są własnością przedsiębiorstwa, jak i tych, które pozostają w jego czasowej dyspozycji. Zasada inwestowania opiera się na regule, iż przedsiębiorstwo powinno inwestować w aktywa tylko wtedy, gdy przewidywana stopa zwrotu przewyższa minimalną akceptowaną przez inwestora stopę zwrotu z danej inwestycji. W związku z prowadzoną działalnością inwestycyjną decydenci określają rodzaj, wielkość i strukturę rzeczowego majątku trwałego, wartości niematerialnych i prawnych oraz aktywów finansowych.

W ramach powyższych trzech segmentów finansów przedsiębiorstwa zarządzający podejmują decyzje, które są od siebie ściśle uzależnione. Menedżer nie może podjąć decyzji inwestycyjnej, dotyczącej zakupu nowego środka trwałego, bez określenia możliwości i warunków jego sfinansowania (sfera finansowania), wpływu jego wykorzystywania na przyszłe przepływy pieniężne i poziom płynności finansowej (sfera zarządzania kapitałem) oraz pożądanej stopy zwrotu określonej przez inwestora (sfera inwestowania)²⁰.

Cele finansowania każdego przedsiębiorstwa powinny wynikać wprost z wizji, misji i mniej lub bardziej szczegółowych celów wyznaczających kierunek, w jakim ono zmierza, oraz miejsce, jakie chciałoby zająć na rynku w bliższej i dalszej przyszłości. Główne cele przedsiębiorstwa zarobkującego ewoluowały w czasie²¹.

18 Por. S. Sudoł, *Przedsiębiorstwo. Podstawy nauki o przedsiębiorstwie. Teorie i praktyka zarządzania*, Wydawnictwo „Dom Organizatora”, Toruń 2002, s. 372–375; K. Kreczmańska-Gigol, *Faktoring jako jeden z instrumentów zarządzania należnościami i zobowiązaniami handlowymi a struktura kapitału*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2013, s. 131.

19 W każdym przedsiębiorstwie przebiegają równolegle procesy realne, procesy finansowe i procesy informacyjne. Procesy realne obejmują w przedsiębiorstwach produkcyjnych przede wszystkim zaopatrzenie, produkcję i zbyty; w przedsiębiorstwach handlowych zaopatrzenie i zbyty; w przedsiębiorstwach usługowych – zaopatrzenie i zbyty (rozumiany jako pozyskanie klienta i świadczenie na jego rzecz usług). W sferze realnej odbywa się transformacja czynników produkcji w produkty i usługi (przedsiębiorstwo → interesariusz/e). Procesy finansowe przebiegają w przeciwnym kierunku niż procesy w sferze realnej (przedsiębiorstwo ← interesariusz/e). Procesy finansowe związane są z przepływem pieniądza w ramach dwóch obszarów finansów przedsiębiorstwa, a mianowicie inwestowania i finansowania. Natomiast procesy informacyjne przybierają postać różnokierunkową i obejmują wszystkie sfery finansów, tj. inwestowania, finansowania i zarządzania kapitałem (przedsiębiorstwo ↔ interesariusz/e). Por. tamże, s. 131.

20 Por. E. Wrońska-Bukalska (red.), *Wyzwania strategiczne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2013, s. 18–19.

21 Por. G. Michalski, *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 21–23; G. Michalski, *Wprowadzenie do zarządzania finansami przedsiębiorstw*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 7–9.

Obecnie oscylują one wokół maksymalizacji wartości rynkowej przedsiębiorstwa oraz maksymalizacji długookresowego zysku i rozwoju przedsiębiorstwa²². Obok celów zasadniczych (ostatecznych) przedsiębiorstwa dążą do osiągnięcia wielu celów częściowych, nazywanych często wiązką celów, do których możemy zaliczyć np. wzrost udziału w rynku, zbudowanie pozytywnego wizerunku firmy, wzrost konkurencyjności, podnoszenie kwalifikacji pracowników, wzrost rentowności, wprowadzenie nowego produktu na rynek itd. Na gruncie dalszych poszukiwań celów działania i rozwoju przedsiębiorstwa, uzasadnionych ciągłymi zmianami egzo- i endogenicznymi warunkowań jego prowadzenia w gospodarce rynkowej, powstała koncepcja trójkąta celów, która obejmuje **rentowność**, **płynność finansową** i **pewność** oznaczającą obecny oraz przyszły potencjał konkurencyjny. Rentowność jest miernikiem zdolności jednostki gospodarczej do generowania zysku księgowego i nadwyżki gotówkowej za dany okres. Dlatego też nie może ona spełniać samodzielnie roli kryterium oceny stopnia realizacji celów, gdyż pewne działania przyczyniające się do wzrostu rentowności, np. wydłużanie terminów płatności za dostarczone produkty bądź usługi, jednocześnie mogą spowodować spadek płynności finansowej, np. wzrost poziomu należności, przez co przedsiębiorstwo staje się niewypłacalne. Strategia minimalizacji kosztów, realizowana np. poprzez obniżanie wydatków na działalność marketingową czy też sferę B+R, także przyczynia się do wzrostu bieżącej rentowności, ale jednocześnie ogranicza przyszłą zdolność konkurowania. Tak więc przedsiębiorstwo, implementując skuteczną strategię konkurencyjną, powinno dążyć do osiągnięcia akceptowanej przez jego właścicieli rentowności oraz zachowania optymalnej płynności finansowej²³.

Formułowanie celów finansowych przedsiębiorstwa, a także wybór zasobów, instrumentów i metod niezbędnych do ich realizacji leży w kompetencji polityki finansowej²⁴. Wydaje się, iż współcześnie zasadniczy cel finansowy przedsiębiorstwa i ostateczny cel jego działania to ten sam cel, którym jest **maksymalizacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa**. Co więcej, wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa jest postrzegany nie tylko jako jego główny cel finansowy, ale również jako wszechstronny sposób pomiaru jego dokonań i kryterium oceny. Wartość rynkowa przedsiębiorstwa odzwierciedla bowiem efektywność i sprawność wszystkich zrealizowanych i realizowanych działań, procesów i strategii, skutki wdrożonych metod zarządzania, trafność podjętych decyzji oraz możliwości jego dalszego istnienia i rozwoju. Przedsiębiorstwa coraz częściej za podstawowy miernik realizacji celów przyjmują wartość przedsiębiorstwa, gdyż jest mniej podatna na manipulacje niż zysk i skuteczniej motywuje do efektywnego gospodarowania. Oznacza to, że przedsiębiorstwo, maksymalizując wartość dla właścicieli w większym lub mniejszym stopniu, realizuje cele innych grup

22 W. Skoczylas, *Wskaźniki i systemy wskaźników ekonomicznych w pomiarze dokonań przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2013, s. 13.

23 E. Wrońska-Bukalska (red.), *Wyzwania strategiczne...*, s. 20.

24 J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw...*, s. 14–15.

interesów, do których należą m.in. kadra zarządzająca firmą, pracownicy, klienci, dostawcy, wierzyciele, społeczność lokalna, konkurenci, jednostki samorządu terytorialnego. Rynkowa wartość przedsiębiorstwa kształtuje się więc jako wypadkowa decyzji podejmowanych na rynku kapitałowym przez różnych interesariuszy uwzględniających ryzyko²⁵.

1.2. Kapitał przedsiębiorstwa a formy finansowania jego działalności

Pojęcie kapitału jak dotąd nie doczekało się jednolitej definicji, pod którą wszyscy badacze problematyki finansów przedsiębiorstwa czy chociażby większość z nich byłoby skłonni się podpisać.

Za twórcę teorii kapitału jest uważany francuski ekonomista F. Quesnay, który wprowadził pojęcie kapitału jako bogactwa zebranego uprzednio w celu dalszej produkcji²⁶.

Według J. Penc'a kapitał (*capital*) to

[...] posiadany majątek mogący przynosić dochody; wartość, która wytwarza wartość dodatkową w postaci zysku przemysłowego, handlowego lub procentu. Pojęcie kapitału jest czysto funkcyjne, to znaczy, że o tym, czy jakaś wartość jest kapitałem, decyduje funkcja, jaką spełnia – funkcja przynoszenia dochodu. Dlatego też rozróżnia się kapitał: przemysłowy, handlowy, finansowy, rolny, pożyczkowy, ludzki, rzeczowy itp. W przedsiębiorstwie występuje kapitał w postaci kapitału własnego i kapitału obcego²⁷.

J. Penc postrzega dochodową funkcję kapitału jako fundament jego definicji. Obok tejże funkcji pełni on w każdej jednostce gospodarującej jeszcze kilka dodatkowych funkcji, tj.:

- poznawczo-informacyjną, charakteryzującą wyposażenie przedsiębiorstwa w kapitał, źródła jego pochodzenia, strukturę finansowania, dostarczającą sygnałów w odniesieniu do bieżącej i oczekiwanej sytuacji finansowej danej jednostki gospodarczej;
- planistyczno-rozliczeniową, warunkującą wywiązywanie się przedsiębiorstwa ze zobowiązań, kwantyfikację ryzyka, a także realizację określonych zadań i zamierzeń mających na celu dobro firmy jako całości;
- kontrolną, zapewniającą efektywność działania przedsiębiorstwa²⁸.

25 E. Wrońska-Bukalska (red. nauk.), *Wyzwania strategiczne...*, s. 20, 23, 26.

26 M. Jerzemowska (red.), *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2006, s. 154.

27 J. Penc, *Leksykon biznesu...*, s. 185.

28 M. Jerzemowska (red.), *Analiza ekonomiczna...*, s. 154.

Kolejnym ważnym elementem powyższej definicji jest wartość, która wskazuje na mierzalność kapitału. Na istotę wartości w definiowaniu kapitału zwraca uwagę także T. Orłowski, według którego kapitał w sensie teoretycznym oznacza kategorię ekonomiczną odpowiadającą wartości, która posiada zdolność do wzrostu²⁹. Praktyczne ujęcie kapitału, zdaniem tego autora, oznacza zasoby służące do procesu produkcji i wymiany.

Z przedstawionych definicji wynika zatem, że **kapitał jest zasobem posiadającym określoną wartość oraz zdolność do generowania dochodów**.

E. Mączyńska określa kapitał jako całokształt zaangażowanych w przedsiębiorstwie wewnętrznych i zewnętrznych, własnych i obcych, terminowych i nieterminowych zasobów, znajdujący odpowiednie odzwierciedlenie w bilansie, którego strona aktywna (aktywa) określa wartość majątku trwałego i majątku obrotowego, zaś strona pasywna (pasywa) – źródła pochodzenia tego majątku, z podziałem na kapitał własny i kapitał obcy. J. Iwin-Garżyńska uważa takie podejście do istoty kapitału jako zbyt wąskie, gdyż plasuje kapitał po stronie pasywnej bilansu, którego kształt normuje prawo rachunkowe, czyli Ustawa o rachunkowości³⁰. M. Dobija wskazuje, że nawet standardy czy też przepisy prawa bilansowego nie mogą kształtować teoretycznych podstaw rachunkowości, co oznaczałoby, że nie można warunkować definicji kapitału, również w rachunkowości, od umiejscowienia go w strukturze pasywów bilansu, którego wzór określono w przepisach prawa bilansowego³¹.

Ustawa o rachunkowości³² definiuje jedynie kapitał własny jednostki gospodarczej, wskazując, iż jest to wartość odpowiadająca aktywom jednostki pomniejszonym o zobowiązania. Prawo bilansowe utożsamia wartościowo aktywa netto z kapitałem własnym³³.

Na tle wielu rozważań, wyników badań i polemik autorów ukonstytuowały się dwa główne podejścia do wyjaśnienia pojęcia kapitału, a mianowicie **podejście zasobowe (rzeczowe)**, utożsamiające kapitał z dobrami materialnymi, czyli zasobami przedsiębiorstwa (aktywna strona bilansu), oraz **podejście funduszowe (finansowe)**, uznające kapitał za źródła finansowania prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności (pasywna strona bilansu)³⁴. Ścisłe powiązania pomiędzy majątkiem i kapitałem dostrzega także W. Gabrusewicz, uważając, że kapitał jest pojęciem pierwotnym w stosunku do majątku. Jego zdaniem podstawową funkcją majątku jest uruchomienie i prowadzenie działalności gospodarczej, nie można natomiast wyposażyć przedsiębiorstwa w majątek bez posiadania kapitału.

29 T. Orłowski, *Nowy leksykon ekonomiczny*, Oficyna Wydawnicza Graf-Punkt, Warszawa 1998, s. 23, [za:] J. Iwin-Garżyńska, *Kapitał – kategoria finansowa*, [w:] P. Karpuś (red.), *Finanse przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2006, s. 274.

30 Dz. U. z 2021 r., poz. 217.

31 J. Iwin-Garżyńska, *Kapitał – kategoria finansowa...*, s. 274.

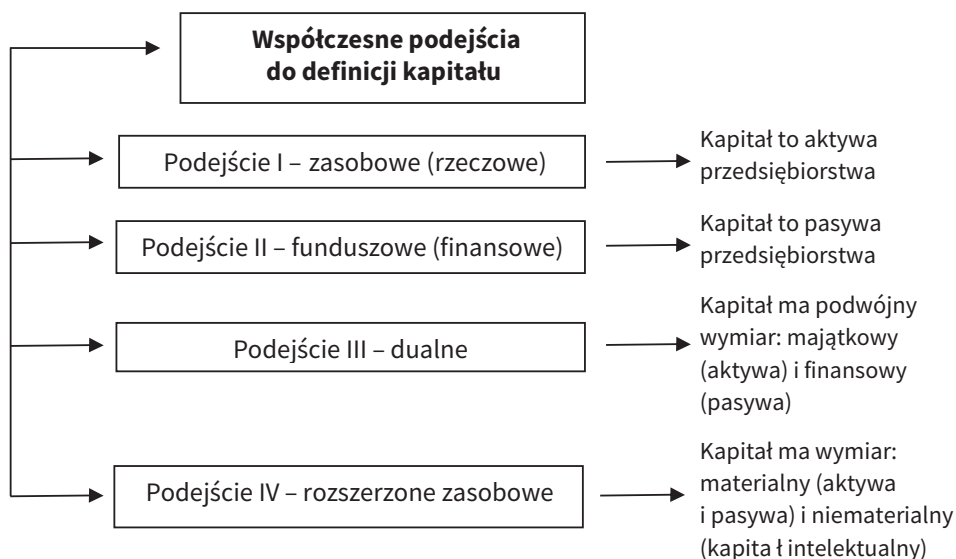
32 Art. 3, pkt 29.

33 J. Iwin-Garżyńska, *Kapitał – kategoria finansowa...*, s. 274.

34 K. Kreczmańska-Gigol, *Factoring jako jeden z instrumentów...*, s. 135.

W tym znaczeniu kapitał jest **kategorią ekonomiczną**. Poza tym – w opinii tego autora – kapitał można też nazwać **kategorią rachunkową**, gdyż z rachunkowego punktu widzenia jest on pasywami bilansu, czyli źródłem finansowania majątku. Niewątpliwie należy zgodzić się z poglądem W. Gabrusewicza, że kapitał jest również ważną **kategorią prawną**. Poziom i struktura kapitału określają bowiem stosunki własnościowe w przedsiębiorstwie, czyli to, kto finansuje majątek i w jakim stopniu ma do niego prawo, a w konsekwencji prawo do czerpania pożytków z jego zastosowania³⁵.

W związku z tym, iż pojęcie kapitału nieustannie ewoluuje, próby jego zdefiniowania nie zakończyły się na uznaniu powyższego dualizmu. Zauważono, że o powodzeniu przedsiębiorstwa nie decydują tylko „widzialne” zasoby przedsiębiorstwa oraz sposoby ich sfinansowania, ale również tzw. zasoby niewidzialne, zwane kapitałem niematerialnym, kapitałem intelektualnym, kapitałem niewidocznym czy też kapitałem społecznym. Tak więc obecnie w literaturze przedmiotu można dostrzec występowanie dodatkowego, czwartego podejścia do definicji kapitału, czyli **podejścia rozszerzonego zasobowego** (rys. 2)³⁶.



Rysunek 2. Współczesne zasadnicze podejścia do definicji kapitału

Źródło: opracowanie własne na podstawie K. Kreczmańska-Gigol, *Faktoring jako jeden z instrumentów zarządzania należnościami i zobowiązaniami handlowymi a struktura kapitału*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2013, s. 140.

35 W. Gabrusewicz, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa, Teoria i zastosowanie*, PWE, Warszawa 2014, s. 131.

36 K. Kreczmańska-Gigol, *Faktoring jako jeden z instrumentów...*, s. 139–141.

Na gruncie toczącego się sporu o postać definicji kapitału wyrósł spór o rozumienie pojęcia struktury kapitału. Wśród badaczy teorii struktury kapitału do tej pory nie ma zgodności co do tego, czy pojęcie kapitału powinno obejmować wszystkie źródła finansowania czy tylko część³⁷. W literaturze z zakresu finansów przedsiębiorstw można spotkać trzy zasadnicze podejścia do definiowania struktury kapitału:

1. **Struktura kapitału (podejście I)** to proporcja udziału kapitału własnego i kapitału obcego długoterminowego w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa.

W tym podejściu strukturę kapitału tworzy tzw. finansowanie permanentne, czyli kapitał własny i zobowiązania długoterminowe. Pomija się natomiast zobowiązania krótkoterminowe, wskazując, że ulegają one ciągłym zmianom i w dłuższym okresie o wielkości i strukturze kapitału decyduje kapitał stały³⁸.

2. **Struktura kapitału (podejście II)** to proporcja udziału kapitału własnego i oprocentowanego kapitału obcego (długo- i krótkoterminowego) w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa.

Taki sposób ustalania struktury kapitału preferują A. i W. Cwynarowie³⁹. Wyróżniają oni pojęcie tzw. kapitału zainwestowanego (IC – *invested capital*), który rozumieją jako sumę kapitału własnego i oprocentowanego kapitału obcego. Z kolei aktywa, które są finansowane przez ten kapitał, nazywają aktywami netto⁴⁰. W skład kapitału zainwestowanego – zdaniem tych autorów – nie powinny wchodzić nieoprocentowane zobowiązania o krótkoterminowym charakterze (NIBCLs – *non-interest bearing current liabilities*), których wykorzystywanie co do zasady nie skutkuje ponoszeniem kosztów operacyjnych, a przedsiębiorstwo nie oczekuje od nich osiągnięcia pewnej stopy zwrotu. A. Duliniec⁴¹ utożsamia kapitał zainwestowany z tzw. aktywami operacyjnymi netto, czyli sumą kapitału własnego i oprocentowanego kapitału obcego pomniejszoną o tzw. kapitał nadwyżkowy, zamrożony w aktywach niezwiązanych z prowadzeniem podstawowej (operacyjnej) działalności przedsiębiorstwa, np. w inwestycjach krótkoterminowych, do których możemy zaliczyć krótkoterminowe papiery wartościowe i gotówkę. Jednakże bez względu na to, w jaki sposób będziemy definiować pojęcie kapitału zainwestowanego, ważna jest konsekwencja w zakresie konstrukcji wskaźnika mierzącego stopę zwrotu z tego kapitału, uwzględniająca zysk tylko z tych składników kapitału, które obejmują ów termin.

37 J. Kubiak, *Zobowiązania krótkoterminowe w teoriach struktury kapitału*, [w:] P. Karpuś (red.), *Finanse przedsiębiorstwa...*, s. 319.

38 Tamże, s. 320.

39 A. Cwynar, W. Cwynar, *Optymalizacja struktury kapitału i kalkulacja kosztu kapitału spółki*, [w:] M. Panfil (red.), *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2011, s. 68–69.

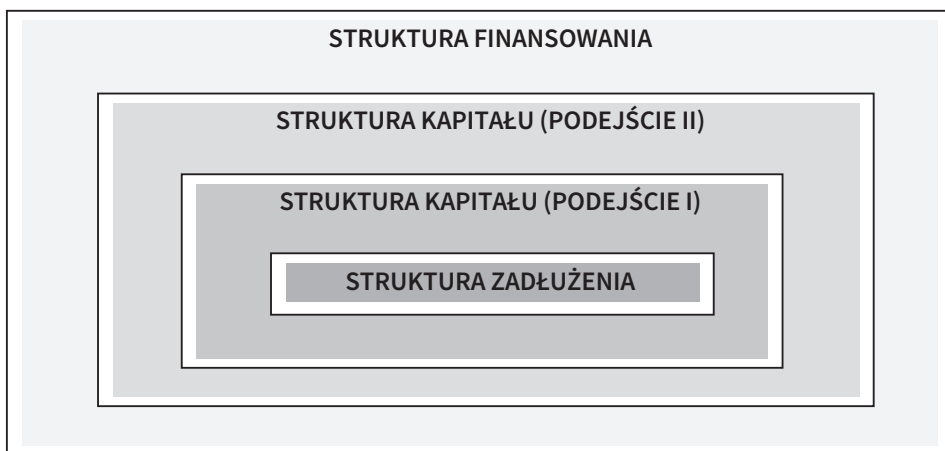
40 Niektórzy autorzy, a także przepisy prawa bilansowego, traktują aktywa netto przedsiębiorstwa jako tę część jego majątku, która jest sfinansowana kapitałem własnym. Poziom aktywów netto jest różnicą pasywów ogółem i całości zobowiązań.

41 A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, PWE, Warszawa 2007, s. 47–49.

3. **Struktura kapitału (struktura finansowania)** to proporcja udziału kapitału własnego i kapitału obcego w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa.

To ujęcie struktury kapitału jest najszerszym spośród wszystkich prezentowanych powyżej i przez M. Jerzemowską nazywane **strukturą finansowania**. W opinii tej autorki struktura finansowania przedsiębiorstwa odnosi się bowiem do całości pasywów i nazywana jest proporcją udziału kapitału własnego i kapitału obcego w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa⁴².

W kontekście powyższych rozważań nie można pominąć pojęcia **struktury zadłużenia**. Struktura zadłużenia jest formułą znacznie węższą w stosunku do struktury kapitału w dwóch powyższych odmianach (stanowiskach), jak i struktury finansowania. W. Gabrusewicz przez strukturę zadłużenia rozumie udział poszczególnych źródeł finansowania obcego w ogólnej sumie kapitałów obcych⁴³. Wzajemne powiązania między strukturą finansowania, strukturą kapitału w dwóch ujęciach i strukturą zadłużenia prezentuje rysunek 3.



Rysunek 3. Relacje między strukturą finansowania, strukturą kapitału w dwóch ujęciach i strukturą zadłużenia

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Stradomski, *Zarządzanie strukturą zadłużenia przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2004, s. 21, [za:] W. Gabrusewicz, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie*, PWE, Warszawa 2014, s. 145.

42 M. Jerzemowska (red.), *Analiza ekonomiczna...*, s. 154, 155, 158.

43 W. Gabrusewicz, *Analiza finansowa...*, s. 145.

1.3. Hierarchia kryteriów wyboru źródeł i sposobów finansowania działalności gospodarczej

Wybór źródeł pozyskiwania środków finansowych jest uważany za jedną z najważniejszych funkcji zarządzania finansami przedsiębiorstwa. Bez odpowiedniej ilości zaangażowanych kapitałów realizacja jakiegokolwiek celu przyjętego przez firmę nie byłaby możliwa. Na procesy gromadzenia i alokacji kapitału, a także skutecznego osiągnięcia celu (celów) wpływa wiele czynników. Czynniki te są zróżnicowane i zmienne w czasie. Ich wpływ na poszczególne przedsiębiorstwo jest uzależniony m.in. od formy prawnej jego prowadzenia, bieżącej i przewidywanej sytuacji finansowo-majątkowej, rodzaju i rozmiarów prowadzonej przez nie działalności, fazy w cyklu życia czy też indywidualnych cech i motywów działania zarządzających oraz właścicieli. Ogół czynników determinujących pozyskiwanie kapitału można podzielić na dwie grupy, tj. czynniki zewnętrzne i czynniki wewnętrzne. Do zewnętrznych zalicza się czynniki makrootoczenia i otoczenia konkurencyjnego, zaś do wewnętrznych – czynniki kreowane przez samo przedsiębiorstwo. Wśród wielu zewnętrznych uwarunkowań, w otoczeniu których funkcjonuje i rozwija się przedsiębiorstwo, można wyróżnić:

- sytuację gospodarczą kraju i gospodarek z nim powiązanych,
- powtarzające się globalne kryzysy finansowe,
- inflację,
- poziom stóp procentowych,
- politykę fiskalną państwa,
- poziom bezrobocia,
- politykę kursu walutowego,
- relacje przedsiębiorstwa z interesariuszami, np. dostawcami, klientami, wierzycielami, konkurentami itp.⁴⁴

Z kolei do najważniejszych czynników tkwiących we wnętrzu przedsiębiorstwa, mających zdecydowanie większy wpływ na zapotrzebowanie na kapitał niż czynniki zewnętrzne, należą:

- wielkość przedsiębiorstwa i wysokość generowanych przepływów pieniężnych,
- rentowność prowadzonej działalności,
- możliwości rozwojowe i planowane nakłady inwestycyjne,
- branża, w której działa przedsiębiorstwo,
- potencjał konkurowania,
- ryzyko operacyjne (zmiennosc wyniku operacyjnego i salda operacyjnych przepływów pieniężnych),

⁴⁴ Por. J. Ickiewicz, *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału...*, s. 16–17; A.M. Abdulsaleh, A. Worthington, *Small and medium-sized enterprises financing: A review literature*, „International Journal of Business and Management” 2013, vol. 8, nr 14, s. 36–54.

- realizowana polityka podziału wypracowanego zysku i wypłat dywidend,
- notowania przedsiębiorstwa (spółki) na rynku regulowanym⁴⁵.

Każde przedsiębiorstwo po zdiagnozowaniu rozmiarów zapotrzebowania na kapitał dokonuje wyboru źródeł jego pozyskania, kierując się określonymi kryteriami. Na przestrzeni ostatnich kilkudziesięciu lat przeprowadzono szereg badań poświęconych kwestiom kształtowania optymalnej struktury kapitału i kosztu kapitału⁴⁶. Wydaje się jednak, że przedsiębiorstwo zarobkujące, dokonując wyboru sposobu finansowania swojej działalności, będzie kierowało się przede wszystkim **kryterium atrakcyjności**, na które składają się łatwość dostępu do danego źródła finansowania, elastyczność finansowania oraz koszt kapitału⁴⁷.

Dostępność do danego rodzaju finansowania okazuje się najważniejszym warunkiem jego wyboru⁴⁸. Jak wskazują wyniki badań Komisji Europejskiej i Europejskiego Banku Centralnego, dostęp do finansowania zewnętrznego jest drugim (zaraz po trudnościach ze znalezieniem klientów) problemem stojącym przed małymi i średnimi przedsiębiorcami w krajach UE⁴⁹. Bazując chociażby na doświadczeniach kryzysu finansowego z 2008 roku, można zauważyć, że w pierwszej kolejności jego negatywne skutki odczuł sektor finansowy, w tym w szczególności sektor bankowy, co wpłynęło na zaostrzenie polityki kredytowej m.in. w stosunku do przedsiębiorstw. W efekcie firmy zostały zmuszone do ograniczenia stosowania mechanizmu dźwigni finansowej i przeformułowania swoich struktur finansowania⁵⁰.

Biorąc pod uwagę wyniki badań PARP-u, dotyczące zapotrzebowania na finansowanie zwrotne ze strony małych i średnich przedsiębiorców, na przestrzeni 2 lat, tj. między 2009 a 2011 rokiem, wyraźnie zmniejszyło się zapotrzebowanie na kapitał dłużny (z 40% do 35%). Należy też zaznaczyć, że prawie co drugi (43%) badany przedsiębiorca z sektora MSP nie realizował inwestycji w 2011 roku, podczas gdy w 2009 roku odsetek takich firm wynosił 29%.

45 A. Dulinić, *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, PWE, Warszawa 2007, s. 103.

46 Teorie struktury kapitału zostały szerzej omówione w pkt. 5 niniejszego rozdziału.

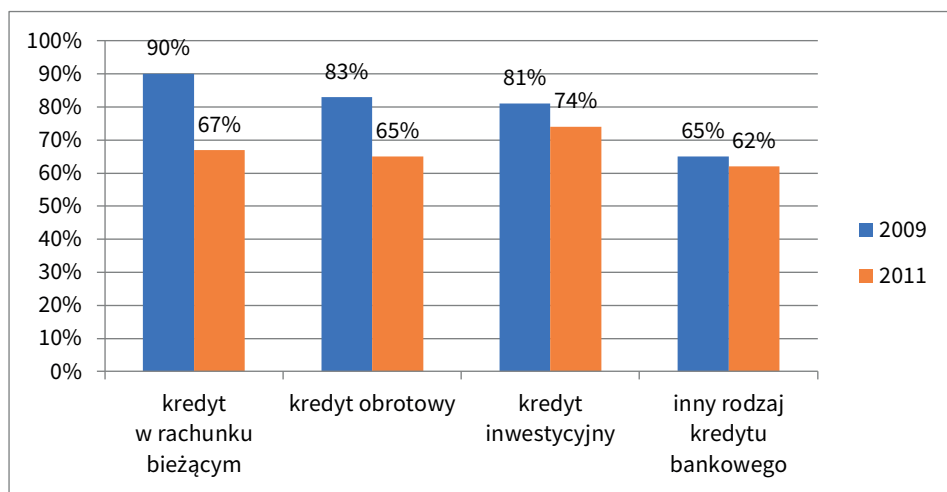
47 A. Czajkowska, *Bariery kredytowania małych przedsiębiorstw*, „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica” 2007, vol. 203: *Przedsiębiorstwa a rozwój gospodarki*, s. 69; M. Ziemia, *Ocena atrakcyjności źródeł finansowania działalności podmiotów z sektora MSP*, „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica” 2011, t. 260: *Dostępność kapitałów w warunkach globalizacji gospodarki*, s. 267.

48 D. Xiang, A.C. Worthington, H. Higgs, *Discouraged finance seekers: An analysis of Australian small and medium-sized enterprises*, „International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship” 2014, vol. 33, nr 7, s. 689–707.

49 *Survey on The Access to Finance of Small and Medium-sized Enterprises (SAFE)*, European Commission 2012. Badanie przeprowadzono w 38 krajach, włączając 27 krajów UE i 17 krajów strefy euro w okresie czerwiec–lipiec 2009 i ponownie w okresie sierpień–październik 2011, [za:] A. Tarnawa, P. Zadura-Lichota (red.), *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2010–2011*, PARP, Warszawa 2012, s. 111.

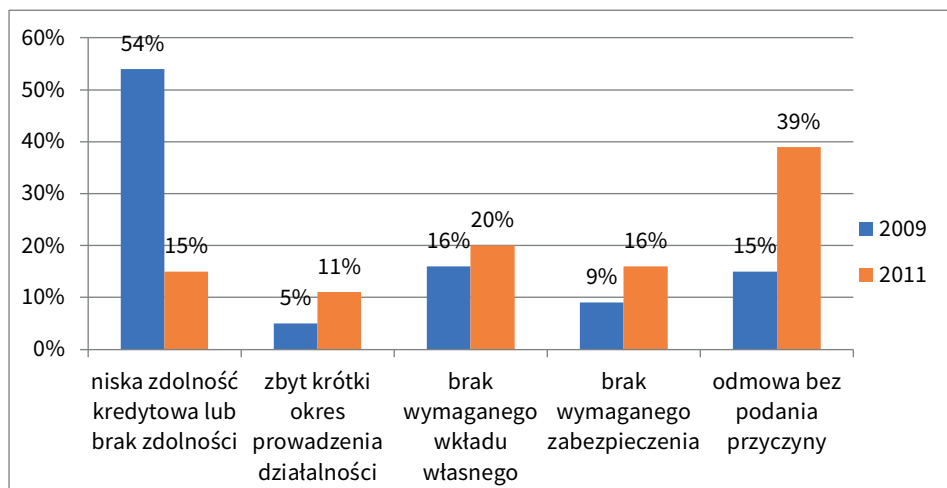
50 A. Tarnawa, P. Zadura-Lichota (red.), *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw...*, s. 111.

W okresie tym zmniejszył się też znacznie odsetek MSP, które otrzymały finansowanie obce zewnętrzne (rysunek 4). W przypadku kredytu w rachunku bieżącym i kredytu obrotowego – o ponad 20 p.p., a w przypadku kredytu inwestycyjnego – 7 p.p. Jednocześnie wzrósł odsetek odrzucanych wniosków kredytowych – w przypadku kredytów inwestycyjnych z 19 do 26%, kredytów obrotowych – z 17 do 35%.



Rysunek 4. Odsetek przedsiębiorstw należących do sektora MSP, które otrzymały finansowanie zwrotne, o które wnioskowały w 2009 i 2011 roku

Źródło: A. Tarnawa, P. Zadura-Lichota (red.), *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2010–2011*, PARP, Warszawa 2012, s. 116.

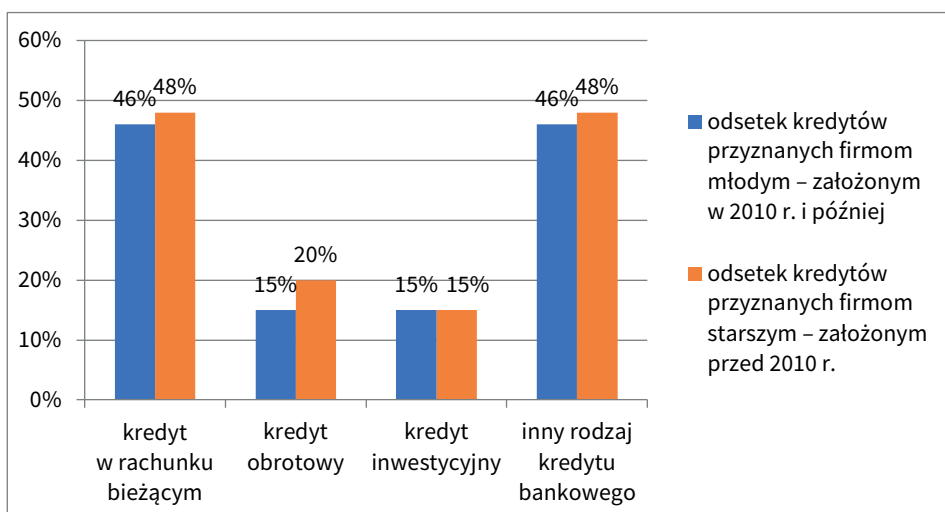


Rysunek 5. Przyczyny odmów udzielenia finansowania zwrotnego MSP w 2009 i 2011 roku

Źródło: A. Tarnawa, P. Zadura-Lichota (red.), *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2010–2011*, PARP, Warszawa 2012, s. 117.

Co istotne, do głównych powodów odmowy udzielenia finansowania zwrotnego przez banki w roku 2011 zaliczono: w 39% – brak podania przyczyny, w 20% – brak wymaganego wkładu własnego, w 16% – brak wymaganego zabezpieczenia oraz w 15% – niską zdolność kredytową lub brak zdolności (rysunek 5).

Analizując udział firm, którym przyznano finansowanie zwrotne, w łącznej liczbie przedsiębiorców z sektora MSP ubiegających się o takie finansowanie, obserwuje się niewielkie zróżnicowanie w zależności od czasu ich istnienia. Największą różnicę w odsetkach firm, które zostały założone przed 2010 rokiem i po tym roku odnotowano w stosunku do kredytu obrotowego – 5 p.p. Jednakże banki bardziej preferują firmy cechujące się większym doświadczeniem rynkowym i dłuższą historią życia niż przedsiębiorców nowo powstałych lub działających nie dłużej niż 2 lata (rysunek 6).



Rysunek 6. Odsetek firm, którym przyznano finansowanie zwrotne w zależności od roku założenia

Źródło: A. Tarnawa, P. Zadura-Lichota (red.), *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2010–2011*, PARP, Warszawa 2012, s. 115.

Dodatkowo odnotowano prawie dwukrotny wzrost (z 5 do 9%) odsetka przedsiębiorców z sektora MSP, którzy wyrażali zainteresowanie pozyskaniem kredytu, ale z niego zrezygnowali. Przedsiębiorcy ci zrezygnowali z finansowania zewnętrznego obcego głównie z powodu braku odczuwania takiej potrzeby (60% wskazań), następnie – w związku z obawami o rozwój sytuacji gospodarczej i o przyszłość własnej firmy, zwłaszcza w odniesieniu do niepewnej sytuacji na dotychczasowych rynkach zbytu⁵¹.

51 Tamże, s. 114–115.

Według danych GUS w 2010 roku głównym źródłem finansowania inwestycji przedsiębiorstw w Polsce były kapitały własne – 69% inwestycji przedsiębiorstw ogółem i 65% inwestycji firm należących do sektora MSP. Drugim co do ważności sposobem finansowania przedsięwzięć rozwojowych były kredyty i pożyczki krajowe, których udział w strukturze źródeł finansowania wynosił 11,5% dla wszystkich przedsiębiorstw i 17% dla MSP. Środki budżetowe uczestniczą w finansowaniu inwestycji przedsiębiorstw ogółem jedynie na poziomie 4,5 i ok. 3% w przypadku małych i średnich firm. W latach 2008–2010 w odniesieniu do wszystkich przedsiębiorstw miał miejsce spadek udziału środków własnych w finansowaniu inwestycji (o 2 p.p.) oraz kredytów i pożyczek krajowych (o 1,3 p.p.), natomiast udział środków budżetowych wzrósł (o 2 p.p.)⁵².

Kolejnym kryterium wyboru źródeł finansowania jest koszt ich pozyskania i zatrzymania w określonym czasie. Koszt kapitału reprezentuje wartość pieniądza w czasie powiększoną o premię za ryzyko. Można go zatem zdefiniować jako minimalną stopę zwrotu skorygowaną o ryzyko, którą należy uzyskać z projektu, aby został on zaakceptowany przez dawców kapitału. Każdy rodzaj kapitału ma swój koszt. Z reguły koszt kapitału własnego jest wyższy od kosztu kapitału obcego, gdyż bycie właścicielem przedsiębiorstwa jest bardziej ryzykowne niż bycie jego wierzycielem. Wierzyciele udostępniają posiadane zasoby finansowe na ściśle określony czas i według jednoznacznie określonych warunków, w tym ceny (procentu). Poza tym kapitałodawcy mogą dodatkowo zabezpieczać swoje interesy poprzez ustanawianie klauzul restrykcyjnych, ograniczających swobodę menedżerów w zakresie podejmowania decyzji zarządczych. Akcjonariusze z kolei nie mają zagwarantowanego zwrotu zainwestowanego w przedsiębiorstwo kapitału, a jego rynkowa wartość zmienia się w czasie, nie zawsze z korzyścią dla właścicieli.

Z uwagi na powiązania przyczynowo-skutkowe decyzji finansowych kosztów poszczególnych źródeł finansowania firmy nie należy rozpatrywać odrębnie, lecz stosować łączny (średni) koszt kapitału, który w długim okresie jest bardziej użyteczny podczas podejmowania decyzji inwestycyjnych⁵³.

Ostatnim kryterium jest elastyczność danej formy finansowania przedsiębiorstwa, pod pojęciem której kryje się szybkość pozyskania środków finansowych, ich wielkość, czas spłaty zadłużenia, zakres kontroli kapitałodawcy oraz stopień skomplikowania i sformalizowania procedury udostępniania danego źródła kapitału⁵⁴.

52 Dane GUS za 2010 rok przekazane PARP na potrzeby opracowania *Raportu o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2010–2011*.

53 M. Jerzemowska (red.), *Analiza ekonomiczna...*, s. 162–163.

54 M. Ziemia, *Ocena atrakcyjności źródeł finansowania...*, s. 268.

1.4. Klasyfikacje form finansowania działalności przedsiębiorstwa

Przedsiębiorstwo na różnych etapach prowadzonej działalności gospodarczej wykorzystuje kapitał pochodzący z rozmaitych źródeł. Co więcej, rozmiar zapotrzebowania na dany rodzaj kapitału zmienia się w czasie i zależy od bardzo wielu czynników, np. cyklu życia przedsiębiorstwa, jego wielkości, profilu działania, sposobów zarządzania, preferencji zarządzających, dostępności na rynku finansowym. Ponadto dokonanie wyboru właściwej struktury finansowania przedsiębiorstwa wymaga od zarządzających znajomości oferty rynkowej w zakresie narzędzi i instrumentów finansowych, ich kosztu i warunków dysponowania nimi bądź pozyskania na własność.

Z uwagi na ogromne zróżnicowanie form finansowania przedsiębiorstw i ich dynamikę w literaturze przedmiotu można znaleźć co najmniej kilka kryteriów ich klasyfikacji. Najbardziej znanym kryterium jest źródło pochodzenia kapitału, które pozwala wyróżnić finansowanie zewnętrzne i finansowanie wewnętrzne. Drugie z kolei kryterium, tj. własność kapitału, dzieli je na: własne, obce i hybrydowe. Jeśli przyjmujemy funduszwowe ujęcie kapitału, a pomiędzy strukturą finansowania i strukturą kapitału postawimy znak równości, to obok własnego, obcego i hybrydowego kapitału można wyróżnić tzw. surogaty finansowania, które nie są źródłami finansowania, gdyż nie zwiększają pasywów w bilansie przedsiębiorstwa, natomiast powodują, że zapotrzebowanie na źródła finansowania maleje. Taki podział proponuje K. Kreczmańska-Gigol⁵⁵. Surogatami finansowania są:

1. Amortyzacja, która – z księgowego punktu widzenia – jest kosztem uzyskania przychodów, obniżającym podstawę opodatkowania i tym samym kwotę podatku dochodowego, a jednocześnie niepowodującym wpływu gotówki z przedsiębiorstwa.
2. Faktoring wierzytelnościowy, forfaiting i sekurytyzacja aktywów, które przyspieszają rotację należności w przedsiębiorstwie i w ten sposób powodują, że zmniejsza się zapotrzebowanie na kapitał, chociaż skala działalności nie maleje lub nawet rośnie.
3. Leasing operacyjny, który umożliwia użytkowanie przedmiotu leasingu bez nabywania do niego praw własności.

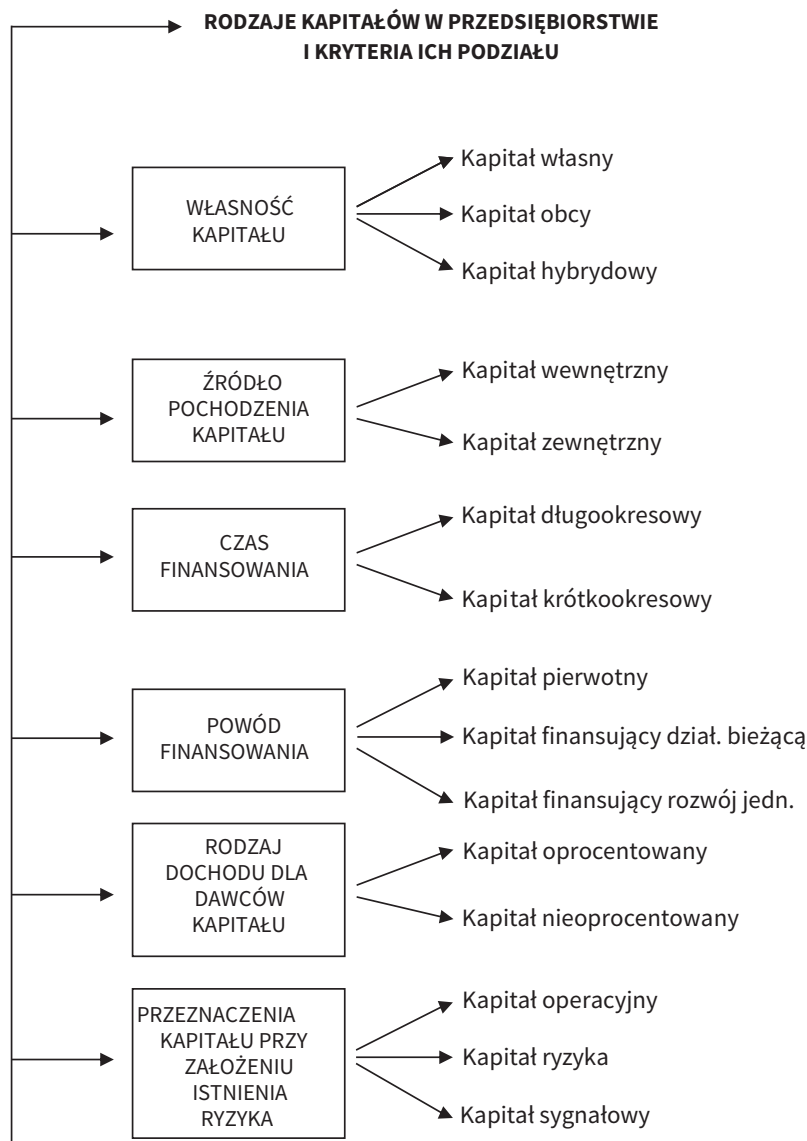
Jeśli z kolei założymy dualne ujęcie kapitału, to surogaty finansowania zaliczyć można do wewnętrznych, własnych źródeł finansowania⁵⁶. Struktura niniejszej monografii została podporządkowana dwukryterialnemu podziałowi form finansowania działalności gospodarczej, zaprezentowanemu w tabeli 1.

Z punktu widzenia czasu związania poszczególnego rodzaju kapitału z przedsiębiorstwem istotny jest trzeci podział, który rozróżnia krótko- i długoterminowe sposoby finansowania jednostki gospodarczej. Krótkoterminowy kapitał

⁵⁵ K. Kreczmańska-Gigol, *Faktoring jako jeden z instrumentów...*, s. 134.

⁵⁶ Tamże, s. 134–135.

pozostaje do dyspozycji przedsiębiorstwa przez okres jednego roku, natomiast długoterminowy – dłużej niż rok⁵⁷.



Rysunek 7. Rodzaje kapitałów w przedsiębiorstwie i kryteria ich podziału

Źródło: opracowanie własne na podstawie K. Kreczmańska-Gigol, *Faktoring jako jeden z instrumentów zarządzania należnościami i zobowiązaniami handlowymi a struktura kapitału*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2013, s. 146.

57 R.A. Brealey, S.C. Myers, *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, t. I, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 493.

Oprócz wymienionych powyżej trzech głównych kryteriów klasyfikacji źródeł finansowania działalności gospodarczej można wymienić jeszcze następujące:

- Powód finansowania dzieli kapitały na: pierwotne (umożliwiające powstanie przedsiębiorstwa), finansujące działalność bieżącą (operacyjną) i finansujące rozwój przedsiębiorstwa (inwestycyjne).
- Rodzaj dochodu dla dawców kapitału wyróżnia: kapitały oprocentowane (kapitałodawcy otrzymują dochody w postaci odsetek według z góry ustalonej stopy procentowej) i kapitał nieoprocentowany (kapitałodawcy nie otrzymują dochodów w postaci odsetek, ale nie oznacza to, że kapitał ten jest z punktu widzenia przedsiębiorstwa bezkosztowy).
- Kryterium ustawiczności w finansowaniu uwzględnia z kolei istnienie: kapitałów permanentnych, niepodlegających zwrotowi, i kapitałów niepermanentnych – podlegających zwrotowi.
- Ostatnie kryterium, zwane kryterium przeznaczenia kapitału przy założeniu istnienia ryzyka, wyróżnia: kapitał operacyjny, służący finansowaniu podstawowej działalności przedsiębiorstwa, kapitał ryzyka – zabezpieczający przedsiębiorstwo przed skutkami ryzyka, oraz tzw. kapitał sygnałowy – pełniący rolę gwaranta bezpiecznej inwestycji w oczach obecnych i przyszłych interesariuszy przedsiębiorstwa (rys. 7)⁵⁸.

1.4.1. Wewnętrzne i zewnętrzne formy finansowania działalności gospodarczej

Struktura pasywów bilansu odzwierciedla różnicowanie źródeł finansowania majątku przedsiębiorstwa pod względem rodzaju i wielkości⁵⁹. Podstawowa klasyfikacja form finansowania przedsiębiorstwa wyróżnia wewnętrzne i zewnętrzne finansowanie.

Wewnętrzne źródła finansowania charakteryzują się tym, iż powstają dopiero po rozpoczęciu działalności ze źródeł zarówno własnych, jak i obcych. Zalicza się do nich: zysk zatrzymany, amortyzację, środki finansowe pochodzące z tytułu sprzedaży aktywów przedsiębiorstwa, a także *agio*, rezerwy kapitałowe, krótkoterminowe zobowiązania publiczno-prawne czy też zobowiązania wobec pracowników. Zmniejszenie stanu aktywów najczęściej jest wynikiem sprzedaży zbędnych składników majątku obrotowego, np. zapasów wyrobów gotowych, zapasów materiałów, surowców, półproduktów, oraz sprzedaży niewykorzystywanych w działalności podstawowej firmy składników majątku trwałego, np. maszyn, urządzeń czy też linii technologicznych.

58 K. Kreczmańska-Gigol, *Faktoring jako jeden z instrumentów...*, s. 147–148.

59 W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 383.

Do zewnętrznych form finansowania przedsiębiorstwa, które dodatkowo dzielą się na własne, obce i hybrydowe, można zaliczyć kapitał podstawowy oraz sposoby jego powiększania, np. poprzez emisję akcji, dokooptowanie nowego wspólnika czy też dokapitalizowanie firmy przy pomocy funduszy *private equity*, oraz dopłaty dotychczasowych wspólników zwiększające: poziom kapitału zapasowego, pomoc publiczną, fundusze strukturalne UE, kredyty bankowe, leasing, obligacje, faktoring, franczyzę czy też wykupy menedżerskie i wykupy lewarowane. Tabela 1 przedstawia dwukryterialny podział źródeł finansowania przedsiębiorstwa.

Tabela 1. Dwukryterialny podział form finansowania przedsiębiorstwa

Wyszczególnienie		Kryterium własności	
		Finansowanie własne	Finansowanie obce
Kryterium źródła pochodzenia kapitału	Finansowanie zewnętrzne	• kapitał podstawowy • dopłaty wspólników • pozyskanie nowego wspólnika • emisja akcji • fundusze <i>private equity</i> • <i>agio</i> • pomoc publiczna • fundusze strukturalne UE • crowdfunding	• kredyty bankowe • leasing • obligacje • fundusze pożyczkowe • forfaiting • faktoring • franczyza • wykupy menedżerskie (MBO/MBI) • wykupy lewarowane (LBO) • kredyt kupiecki
		Finansowanie hybrydowe • obligacje zamienne na akcje • <i>mezzanine finance</i> • derywaty (prawa pochodne) • połączenie tradycyjnych instrumentów finansowych z derywatami	
	Finansowanie wewnętrzne	• zysk zatrzymany • amortyzacja • przekształcenia aktywów • przekształcenia kapitałów	• zobowiązania wobec pracowników • zobowiązania publiczno-prawne

Źródło: opracowanie własne.

1.4.2. Własne, obce i hybrydowe formy finansowania działalności gospodarczej

Jak wynika z tabeli 1, kapitały własne, obce, jak i hybrydowe mogą powstawać w wyniku aktywności gospodarczej przedsiębiorstwa (finansowanie wewnętrzne) lub też mogą pochodzić od kapitałodawców zewnętrznych i pozostawać do dyspozycji przedsiębiorstwa w określonym czasie (finansowanie zewnętrzne). Rolą zarządzających przedsiębiorstwem jest podjęcie decyzji, w jakiej proporcji przedsiębiorstwo będzie finansowane kapitałem własnym, a w jakiej pozostałymi rodzajami kapitałów. Do celów decyzyjnych użyteczne mogą okazać się istotne cechy kapitału własnego i kapitałów obcych zaprezentowane w tabeli 2.

Tabela 2. Cechy kapitału własnego i kapitałów obcych

Kapitał własny	Kapitały obce
Jest trwale związany z przedsiębiorstwem. Stanowi bezpieczne i niezależne źródło finansowania majątku. Jego wysoki udział stanowi o sile i niezależności finansowej. Duża swoboda w sposobie jego wykorzystania. Podmiot wnoszący kapitał własny z reguły nie ma gwarancji jego zwrotu, lecz uczestniczy w podziale wygosposodarowanego zysku.	Są czasowo związane z przedsiębiorstwem. Mogą stanowić ryzykowne źródło finansowania kapitałów. Zwiększają zależność przedsiębiorstwa od dawców kapitałów. Dawcy kapitałów obcych mogą ograniczać sposób ich wykorzystania. Wymagają konieczności zwrotu w ustalonym terminie wraz z należnymi odsetkami.

Źródło: W. Gabrusewicz, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie*, PWE, Warszawa 2014, s. 137.

Kapitał własny jest najbardziej stabilnym źródłem finansowania przedsiębiorstwa, dającym prawo jego własności i wiążących się z nim konsekwencji oraz stanowiącym gwarancję dla potencjalnych wierzycieli⁶⁰. D. Zarzecki kapitał własny nazywa „kapitałem właścicielskim”. W jego opinii oznacza on udziały, korzyści i prawa przynależne właścicielowi przedsiębiorstwa bądź też jego części, mające dowolną formę, a w szczególności obejmuje on kapitał akcyjny, udziały w spółkach kapitałowych i osobowych, udziały w spółdzielniach, a także kapitał osób fizycznych prowadzących działalność gospodarczą oraz opcje i gwarancje⁶¹.

Zgodnie z art. 36 ust. 1 Ustawy o rachunkowości⁶² kapitał własny nie stanowi jednolitej pozycji. Zawiera kilka różnych składowych, które są wyodrębniane głównie ze względu na źródło ich tworzenia, możliwości ich redystrybucji, a także formę prawną, w której jest prowadzone przedsiębiorstwo. Nazwy poszczególnych

60 B. Bartkowiak, S. Flejterski, P. Pluskota, *Fundusze i usługi pożyczkowe dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2006, s. 27.

61 D. Zarzecki, *Współczesne wyzwania wyceny przedsiębiorstw*, Zarzecki, Lasota i Wspólnicy, Szczecin 2013, s. 15–16.

62 Dz. U. z 2021 r., poz. 217.

rodzajów kapitału własnego zróżnicowane ze względu na formę organizacyjno-prawną przedsiębiorstwa przedstawia tabela 3.

Tabela 3. Kapitał własny w zależności od formy organizacyjno-prawnej jednostki gospodarczej

Forma organizacyjno-prawna	Kapitał podstawowy	Pozostałe kapitały
spółka akcyjna	kapitał zakładowy (akcyjny)	• kapitał zapasowy • kapitał rezerwowy • kapitał z aktualizacji wyceny • wynik finansowy
spółka z o.o.	kapitał zakładowy (udziałowy)	
spółki osobowe	kapitał wspólników	• kapitał z aktualizacji wyceny • wynik finansowy
spółki prawa cywilnego i firmy osób fizycznych	kapitał właściciela (właścicieli)	• kapitał z aktualizacji wyceny • wynik finansowy
spółdzielnie	fundusz udziałowy	• fundusz zasobowy • fundusz z aktualizacji wyceny • wynik finansowy
przedsiębiorstwa państwowe	kapitał założycielski	• fundusz przedsiębiorstwa • fundusz z aktualizacji wyceny • wynik finansowy

Źródło: A. Sajnog, *Kształtowanie poziomu i struktury kapitału własnego giełdowych spółek przemysłowych*, „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica” 2012, t. 272: *Prace z zakresu ekonomiki i zarządzania przedsiębiorstwem*, red. J. Duraj, s. 107.

Do składników kapitału własnego najwyższej rozwiniętej formy prawnej prowadzenia działalności gospodarczej, czyli spółki akcyjnej, zalicza się: kapitał podstawowy, którym jest kapitał zakładowy, zwany akcyjnym – ma on charakter długoterminowy, statyczny, jest trwale związany z przedsiębiorstwem i pochodzi od jego właścicieli. W polskiej literaturze przedmiotu można spotkać także podział kapitału własnego na kapitał zakładowy oraz kapitał zasobowy, do którego zalicza się: kapitał zapasowy, kapitał z aktualizacji wyceny, pozostałe kapitały rezerwowe oraz kapitały samofinansowania, stanowiące sumę wartości zysku lub straty z lat ubiegłych oraz wyniku finansowego w danym roku obrachunkowym wraz z odpisami z zysku w trakcie roku obrachunkowego⁶³. Strukturę kapitału własnego spółki akcyjnej prezentuje tabela 4.

⁶³ Por. A. Sajnog, *Podwyższanie kapitału zakładowego w polskich i niemieckich spółkach akcyjnych*, „Przegląd Organizacji” 2013, nr 5, s. 33.

Tabela 4. Struktura kapitału własnego spółki akcyjnej

I. Kapitał (fundusz) podstawowy		Kapitał zakładowy	
II. Kapitał (fundusz) zapasowy, w tym: – nadwyżka wartości sprzedaży (wartości emisyjnej) nad wartością nominalną udziałów (akcji).		Kapitał zasobowy	
III. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny, w tym: – z tytułu aktualizacji wartości godziwej.			
IV. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe, w tym: – tworzone zgodnie z umową (statutem) spółki, – na udziały (akcje) własne.			
V. Zysk (strata) z lat ubiegłych	Kapitał samofinansowania		
VI. Zysk (strata) netto			
VII. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)			

Źródło: opracowanie własne na podstawie Załącznika nr 1 do Ustawy o rachunkowości.

Kapitał zapasowy pełni w spółce kapitałowej głównie funkcję ochronną (rezerwową). Na kapitał zapasowy przedsiębiorstwa mogą składać się zarówno zewnętrzne, jak i wewnętrzne źródła finansowania działalności gospodarczej. Należą do nich: nadwyżka finansowa z tytułu sprzedaży akcji bądź udziałów powyżej ich wartości nominalnej (tzw. *agio*), środki finansowe pochodzące z dopłat wspólników niezwiększających kapitału zakładowego, dopłaty akcjonariuszy za przyznanie akcji uprzywilejowanych po pokryciu kosztów ich wydania, a także zysk zatrzymany, będący częścią lub całością wygospodarowanego przez przedsiębiorstwo zysku netto, pozostawionego w nim fakultatywnie. Właściciele przedsiębiorstwa bardzo często, dokonując podziału wyniku netto, decydują się na jego reinwestycję. W ten sposób przyczyniają się do wzmocnienia standingu finansowego przedsiębiorstwa, poprawy jego wizerunku i pozycji konkurencyjnej w otoczeniu. Zysk zatrzymany jest kapitałem dyspozycyjnym (rozporządzalnym) i nie ma stałego charakteru. W zależności od formy prawnej prowadzenia przedsiębiorstwa może on przyjmować różną postać; zróżnicowane jest także jego przeznaczenie. W przypadku spółki akcyjnej istnieje ustawowy obowiązek przekazywania corocznie co najmniej 8% zysku netto na poczet kapitału zapasowego w celu pokrycia przyszłej straty, dopóki jego wartość nie będzie stanowiła co najmniej 1/3 wartości kapitału zakładowego⁶⁴. Od momentu spełnienia powyższego warunku w kolejnych latach obrotowych przedsiębiorstwo może zatrzymać część lub całość zysku netto, ale na zasadzie dobrowolności.

64 Dz. U. z 2017 r., poz. 1577, art. 396, par. 1.

Zysk zatrzymany w przedsiębiorstwie może również przyjąć postać funduszu celowego, ustanowionego w drodze wewnętrznych uregulowań, np. statutowych, z przeznaczeniem na określone potrzeby przedsiębiorstwa, np. rozwój, badania czy pokrycie ewentualnych przyszłych strat z tytułu inwestycji w ryzykowne przedsięwzięcia. W zakres funduszy celowych nie wchodzi fundusze tworzone na potrzeby pracowników.

Obecnie przedsiębiorstwa z zysku netto mogą tworzyć także rezerwy kapitałowe na podatek dochodowy czy też na przewidywane straty i wydatki niezaliczone do kosztów prowadzonej działalności⁶⁵.

Kapitał obcy jest relatywnie tańszym źródłem finansowania niż kapitał własny. Znajduje to wyraz w obniżeniu średnioważonego kosztu kapitału (WACC – *weighted average cost of capital*), a spłata odsetek od długu wpływa na obniżenie podstawy opodatkowania, generując oszczędności podatkowe i zmniejszenie kosztu kapitału obcego. W związku z tym finansowanie działalności inwestycyjnej firmy przy wykorzystaniu długu prowadzi do osiągnięcia wyższej stopy zysku przypadającego na jedną akcję (lub jedną złotówkę kapitału podstawowego), jednakże przyczynia się również do podwyższenia ryzyka właścicieli. Tak więc większym korzyściom dla właścicieli towarzyszy zwykle wzrost ryzyka finansowego prowadzonej działalności, a optymalna struktura kapitałowa stanowi swego rodzaju kompromis między wzrostem korzyści a wzrostem ryzyka⁶⁶.

Kapitały obce, będące w czasowej dyspozycji przedsiębiorstwa, podlegają spłacie w ustalonych z wierzycielami terminach. Kapitały te występują w podziale na zobowiązania długoterminowe i zobowiązania krótkoterminowe. Do zobowiązań długoterminowych można zaliczyć: kredyty bankowe, pożyczki, leasing czy też emisję obligacji, z kolei do krótkoterminowych: kredyty obrotowe, kredyty wekslowe, kredyty kupieckie, faktoring, emisję krótkoterminowych papierów dłużnych (*commercial papers*) czy też sekurytyzację.

Do trzeciej formy finansowania majątku przedsiębiorstwa, nazwanej finansowaniem hybrydowym, zalicza się te wszystkie źródła tworzenia kapitału, które nie występują w dwóch pierwszych wymienionych powyżej formach. Finansowanie hybrydowe w głównej mierze polega na wykorzystaniu instrumentów finansowych, stanowiących kombinację różnych form finansowania, przede wszystkim opartych w swej konstrukcji na połączeniu finansowania dłużnego z finansowaniem własnym zewnętrznym, np. obligacje zamienne na akcje, *mezzanine finance*, derywaty, oraz na połączeniu tradycyjnych instrumentów finansowych z derywatami, np. obligacje zamienne na akcje z opcją przedterminowego wykupu, obligacje z warrantami na akcje itp.⁶⁷

65 Dz. U. z 2017 r., poz. 1577, art. 396, par. 4.

66 A. Pieloch, *Motywy i efekty wykupu akcji własnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 67.

67 J. Ostaszewski, T. Cikirko, K. Kreczmańska-Gigol, P. Russel, *Finanse spółki akcyjnej*, Difin, Warszawa 2009, s. 104–105.

Wybór rodzaju hybrydowego instrumentu finansowego przez przedsiębiorstwo zależy w głównej mierze od etapu jego rozwoju. W ciągu całego cyklu rozwoju jednostki gospodarcze przechodzą także takie stadia, gdy ryzyko związane z działalnością ogranicza bądź wręcz uniemożliwia im pozyskanie kapitału obcego (kredyt bankowy, emisja papierów dłużnych), względnie własnego w drodze emisji akcji. Hybrydowe instrumenty finansowania stają się alternatywnym źródłem pozyskania kapitału zwłaszcza wtedy, gdy przedsiębiorstwo nie może wykazać się zdolnością kredytową bądź emisyjną ze względu na wczesny etap rozwoju, wysoki stopień innowacyjności realizowanego przedsięwzięcia czy też charakter przekształceń, jakim podlega⁶⁸.

Najbardziej znanym instrumentem finansowania hybrydowego są obligacje zamienne na akcje⁶⁹. Jest to uwarunkowane przede wszystkim liczbą możliwych parametrów emisji i tym samym elastycznością tego instrumentu. W obligacjach zamiennych na akcje warunki konwersji w określonym czasie w przyszłości dłużnego papieru wartościowego na akcje spółki są precyzyjnie ustalone już w momencie emisji. Obligacje te mogą być także dodatkowo „wyposażone” w różne opcje, np. opcję przedterminowego wykupu. Są one papierami wartościowymi z zastrzeżonym prawem do wykupienia ich przed terminem zapadalności (opcja *call*). Opcja ta jest stosowana przez firmy zazwyczaj w celu sfinalizowania zamiany obligacji na akcje. To prawne wymuszenie jest skuteczne, gdyż w momencie wykupienia obligacji przez emitenta obligatariusz traci prawo do zamiany⁷⁰.

Kolejnym przykładem finansowania prowadzonej działalności gospodarczej instrumentami hybrydowymi może być emisja obligacji z jednym lub większą liczbą warrantów. Obligacje z warrantem na akcje dają nabywcy prawo do zakupu akcji w określonym czasie w przyszłości po z góry ustalonej cenie. Emitent może wystawić obligację z jednym lub większą liczbą warrantów, natomiast inwestor, kupujący dokument będący kombinacją obligacji i akcji, nabywa zawarte w nim prawo, z którego może skorzystać w okresie życia obligacji⁷¹.

Mezzanine finance (zwane również długiem podporządkowanym) jest sposobem finansowania przedsiębiorstwa wypełniającym lukę kapitałową, w sytuacji kiedy nie może ono realizować swoich przedsięwzięć, wykorzystując kapitał własny lub kapitał obcy. Z etymologicznego punktu widzenia *mezzanine* oznacza półpiętro, miejsce łączące dwie kondygnacje; tymi kondygnacjami można określić kapitał własny przedsiębiorstwa, dług bankowy oraz kapitał *private equity*. Najczęściej zainteresowanie przedsiębiorstw dofinansowaniem typu *mezzanine* pojawia się, gdy nie mogą skorzystać z kapitału własnego lub też kapitału obcego,

68 J. Węclawski, *Hybrydowe instrumenty finansowania przedsiębiorstw*, [w:] P. Karpuś (red.), *Finanse przedsiębiorstwa...*, s. 141.

69 K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012, s. 30–31.

70 J. Ostaszewski, T. Cicirko, K. Kreczmańska-Gigol, P. Russel, *Finanse spółki...*, s. 107.

71 Tamże.

co jest spowodowane wymaganiami stawianymi przez inwestorów. Lukę tę może wypełnić *mezzanine*. Ocenia się, że koszt uzyskania tego kapitału jest niższy niż przy inwestycji *private equity*, a jednocześnie jest niewiele wyższy niż przy pozyskiwaniu kredytów. *Mezzanine* jako specyficzny rodzaj inwestycji *private equity* wyróżnia się następującymi cechami:

- dług podporządkowany zabezpieczony jest w drugiej kolejności po zabezpieczeniu wierzytelności banku, staje się strukturalnie podporządkowany,
- długość inwestycji wynosi 6–10 lat,
- w przypadku inwestycji *mezzanine* fundusz dofinansowujący otrzymuje warranty⁷², przez co nabywa później część udziałów przedsiębiorstwa, stając się mniejszościowym akcjonariuszem,
- decyzja o inwestycji *mezzanine* uzależniona jest od wielkości i dynamiki dodatnich przepływów pieniężnych spółki.

Mezzanine można przedstawiać w szerokim bądź wąskim znaczeniu. W szerokim znaczeniu do inwestycji *mezzanine* zaliczane są instrumenty hybrydowe, które służą do dostarczenia spółce kapitału własnego lub kapitału obcego, a jednocześnie nie są wyposażone w prawa głosu należące do kapitału własnego, a zabezpieczenia są spełniane w drugiej kolejności po zabezpieczeniu wierzytelności kapitału obcego. W tym ujęciu *mezzanine* obejmuje inwestycje, w których inwestor posiada pozbawione prawa głosu akcje uprzywilejowane, a także pożyczki niezabezpieczone, które nie są zaliczane do niższego stopnia pożyczek. Przy takiej pojemności znaczeniowej terminu *mezzanine* w ramach tego typu inwestycji możemy wyróżnić:

- akcje uprzywilejowane bez prawa głosu, ale mające udział w podziale zysku netto spółki oraz w podziale majątku w przypadku likwidacji przedsiębiorstwa,
- ciche udziały w przedsiębiorstwie,
- papiery wartościowe z prawem do udziału w zyskach spółki oraz prawo do innych przywilejów związanych z jej działalnością,
- pożyczki mające prawo opcji,
- pożyczki niższego rzędu, których zwrot jest w głównej mierze uzależniony od wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

Mezzanine w węższym znaczeniu traktowany jest jako pożyczka niezabezpieczona, a najważniejszym wynagrodzeniem dla inwestora jest w sytuacji powodzenia przedsiębiorstwa udział we wzroście jego wartości rynkowej. Dodatkowym atutem tego rodzaju inwestycji jest możliwość wyposażenia jej w prawo zamiany pożyczki na udziały w przedsiębiorstwie. Owa elastyczność transakcji wskazuje z jednej

72 Wyróżnia się warranty subskrypcyjne oraz warranty opcyjne. Warrant subskrypcyjny daje jego posiadaczowi prawo do nabycia akcji po z góry określonej cenie. Warrant opcyjny to żądanie do zapłaty w określonym terminie różnicy między ceną rynkową a ceną wykonania. M. Sulima, *Pozyskiwanie przez spółkę długu podporządkowanego (mezzanine)*, [w:] M. Panfil (red.), *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa...*, s. 415.

strony na jej indywidualny i niepowtarzalny charakter, z drugiej zaś – na nabywanie, w związku z dokapitalizowaniem spółki, praw do informacji o jej działalności, praw do kontroli i podejmowania decyzji, co może pozytywnie wpłynąć na stopień realizacji zamierzonych celów inwestycyjnych⁷³.

Szczególnym sposobem finansowania hybrydowego są derywaty (prawa pochodne/instrumenty pochodne), które określa się jako instrumenty finansowe zbudowane na podstawie cech konstrukcyjnych określonego aktywu bazowego, który swoją wartością rynkową determinuje wartość derywatu. Derywaty są instrumentami finansowymi rynków terminowych. Rynek terminowy to taki, na którym zawierane są transakcje dotyczące kształtowania się ceny w przyszłości. Istotą tych transakcji jest to, że ich realizacja nastąpi w przyszłości po cenie ustalonej dziś, np. dostawa waluty po określonej w kontrakcie cenie w określonym terminie. Obecnie instrumentarium terminowego rynku finansowego jest silnie zdywersyfikowane, jego katalog ciągle się powiększa, a zasięg ma już charakter globalny. Do derywatów można zaliczyć:

- opcje,
- transakcje *forward* i *futures*,
- transakcje wymiany (*swap*),
- terminowe kontrakty procentowe (*interest rate agreements*),
- derywaty od derywatów⁷⁴.

1.4.3. Krótko- i długoterminowe formy finansowania działalności gospodarczej

Trzecim, ważnym kryterium systematyzacji źródeł finansowania działalności gospodarczej jest długość okresu udostępnienia przedsiębiorstwu środków finansowych pochodzących z tych źródeł. Jako granicę dychotomicznego podziału pomiędzy źródłami krótko- i długookresowymi przyjęto umownie okres jednego roku. Środki pieniężne przekazywane firmie do dyspozycji lub na własność na okres nieprzekraczający roku nazywa się krótkoterminowymi, a na okres powyżej roku – długoterminowymi. Spośród tych ostatnich wyróżnia się czasami źródła średnioterminowe, czyli wykorzystywane przez okres 3 lub 5 lat. Gwarantem bezpieczeństwa każdego przedsiębiorstwa są kapitały długoterminowe, które można zaklasyfikować do źródeł wewnętrznych i zewnętrznych własnych, jak i zewnętrznych obcych. Ich łączna wartość nazywana jest kapitałem stałym przedsiębiorstwa. Z kolei do źródeł krótkoterminowego finansowania firmy zalicza się wszystkie wewnętrzne obce sposoby pokrywania jej zapotrzebowania na kapitał,

⁷³ M. Sulima, *Pozyskiwanie przez spółkę długu podporządkowanego (mezzanine)*..., s. 412–416.

⁷⁴ Instrumentem (aktywem) bazowym dla derywatów mogą być też inne instrumenty pochodne, w tym derywaty czy kontrakty terminowe. J. Ostaszewski, T. Cicirko, K. Kreczmańska-Gigol, P. Russel, *Finanse spółki*..., s. 107–108.

np. zobowiązania wobec dostawców, pracowników, budżetu państwa czy też wobec banków. Ich podstawowymi cechami są częsta rotacja i bezpośredni związek ze zdolnością przedsiębiorstwa do zachowania płynności finansowej⁷⁵.

1.5. Podstawowe zasady finansowania przedsiębiorstwa (teorie struktury kapitału) – ujęcie teoretyczne

Problematyka kształtowania struktury finansowania przedsiębiorstw jest jednym z pierwszoplanowych nurtów badawczych nauki finansów. Na duże zainteresowanie teoriami związanymi z kosztem i strukturą kapitału znaczny wpływ miały dwa artykuły opublikowane w 1958 i 1963 roku przez F. Modiglianiego i M. Millera⁷⁶, w których postawiono tezę, że w warunkach doskonałego rynku kapitałowego struktura finansowania nie ma wpływu na wartość przedsiębiorstwa. Późniejsze uchylanie założeń teorii Modiglianiego i Millera zaowocowało powstaniem wielu kolejnych modeli kształtowania struktury kapitału uwzględniających warunki niedoskonałego rynku kapitałowego, takich jak: teoria kosztów bankructwa, teoria kosztów agencji, teoria asymetrii informacyjnej i związane z nią teorie kolejności wyboru i sygnalizacji⁷⁷.

Teoretyczny dorobek F. Modiglianiego i M. Millera, zwany **statyczną teorią substytucji**, (*static trade-off theory*) sugeruje, że w przypadku każdego przedsiębiorstwa możliwe jest wyznaczenie kapitałowego optimum, do osiągnięcia i utrzymania którego powinno dążyć⁷⁸. Owo optimum jest efektem kompromisu pomiędzy korzyściami zapewnianymi przez oprocentowany dług (wyrażonymi w oszczędnościach podatkowych, zwanych tarczą podatkową) a jego kosztami w postaci podwyższonego ryzyka upadłości i rosnących potencjalnych kosztów trudności finansowych. Z teorii tej wynikało, że ekonomicznie uzasadnione powody do relatywnie dużego zadłużania się powinny mieć przede wszystkim dojrzałe przedsiębiorstwa o wysokiej rentowności, ugruntowanej pozycji rynkowej i niewielkim ryzyku operacyjnym. Większość późniejszych badań empirycznych

75 W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne aspekty...*, s. 385.

76 Swoją teorię F. Modigliani i M. Miller przedstawili w artykułach pt. *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment*, „American Economic Review” 1958, vol. 48, nr 3 oraz *Corporate income taxes and the cost of capital*, „American Economic Review” 1963, vol. 53, nr 3, [za:] A. Cwynar, W. Cwynar, *Optimalizacja struktury kapitału...*, s. 70.

77 J. Kubiak, *Zobowiązania krótkoterminowe w teoriach struktury kapitału...*, s. 319.

78 *Financial Management & International Finance*, Final, Group-III, Paper-12, Study Notes, The Institute of Cost and Works Accountants of India, 2010, s. 61-65.

nie potwierdziła jednak tych tez, dowodząc natomiast odwrotnej zależności, a mianowicie utrzymywania przeciętnie bardzo niskich wskaźników zadłużenia przez wysoko rentowne, dojrzałe przedsiębiorstwa, będące liderami rynkowymi. Co więcej, nie potwierdzono także jednoznacznie w praktyce gospodarczej podejmowania przez menedżerów aktywnych działań prowadzących do odtwarzania jakiejś hipotetycznej, docelowej struktury kapitału po wystąpieniu zewnętrznych nagłych zdarzeń, np. zmiany rynkowej wartości kapitału własnego, co świadczyłoby o istnieniu przewidywanego przez teorię substytucji kapitałowego optimum⁷⁹.

Już w 1961 roku zauważono, że zarządzający przedsiębiorstwami posiadają pewnego rodzaju preferencje dotyczące wyboru kapitałów o odmiennym charakterze. Wielu badaczy potwierdziło później, że w owym wartościowaniu najwyżej stoi wewnętrzny kapitał własny (zyski zatrzymane), za nim plasuje się zewnętrzny kapitał obcy, a dopiero na końcu odnotowano zewnętrzny kapitał własny. Tę swoistą hierarchię kapitałów, nazwaną **porządkiem dziobania** bądź **kolejnością wyboru**, próbowano uzasadniać na różne sposoby, np. odwołując się do zróżnicowanych kosztów emisji kapitału własnego i oprocentowanego kapitału obcego.

Na bazie dorobku H. Lelanda i D. Pyle'a oraz S. Rossa w dziedzinie **asymetrii informacyjnej** S. Myers i N. Majluf postawili hipotezę, powszechnie uznaną za przekonującą, o sygnalizacyjnych właściwościach poszukiwanego kapitału⁸⁰. Zgodnie z tą hipotezą interesariusze przedsiębiorstwa mogą odbierać emisję nowych akcji jako próbę przezwyciężenia istniejących trudności i rozłożenia ewentualnych strat na większą liczbę właścicieli, natomiast emisję nowego kapitału obcego jako sygnał „dobrych wieści” i dążenie do tego, by nie dzielić się przewidywanymi zyskami z nowymi udziałowcami. Teoria ta zakłada, że po wyczerpaniu zysków zatrzymanych przedsiębiorstwa będą sięgać w pierwszej kolejności po oprocentowany kapitał obcy⁸¹. Jak się okazuje jednak, wyniki współczesnych badań empirycznych nie potwierdzają faktu preferowania przez przedsiębiorstwa w sposób systematyczny kapitału obcego po wyczerpaniu finansowania wewnętrznego. Niektóre jednostki zwiększają zadłużenie, inne wybierają podwyższenie kapitału własnego⁸².

Struktura kapitałowa stanowi niewątpliwie szczególnie obszary kreacji wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Wartość struktury kapitału jest jednym z elementów wartości całkowitej przedsiębiorstwa. Nośniki wartości struktury kapitału M. Michalski podzielił na mierzalne i jakościowe. Do mierzalnych zaliczył: tarczę podatkową, subsydia i koszty emisji, natomiast do jakościowych: koszty bankructwa, koszty ograniczeń finansowych, poziom elastyczności warunków finansowania

79 A. Cwynar, W. Cwynar, *Optymalizacja struktury kapitału...*, s. 70–71.

80 H. Leland, D. Pyle, *Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation*, „Journal of Finance” 1977, vol. 32, nr 2, s. 371–387; S. Ross, *The determination of financial structure: The incentive signaling approach*, „Bell Journal of Economics” 1977, vol. 8, nr 1 [za:] A. Cwynar, W. Cwynar, *Optymalizacja struktury kapitału...*, s. 72.

81 D. Kaźmierczak, *Dłużny kapitał hybrydowy w finansowaniu przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016, s. 23–24.

82 A. Cwynar, W. Cwynar, *Optymalizacja struktury kapitału...*, s. 72–73.

oraz stopień dyscyplinującego działania dźwigni finansowej⁸³. Tzw. potencjalne koszty bankructwa, które mogą pojawić się w sytuacji wystąpienia trudności finansowych bądź upadku firmy, są jednymi z czynników ograniczających poziom jej zadłużenia. Teoria struktury kapitałowej, uwzględniająca koszty bankructwa, nazywana **statyczną teorią struktury kapitałowej**, mówi, że

[...] firma pożycza środki do momentu, w którym korzyść podatkowa z kolejnego dolara długu jest dokładnie równa kosztowi, który pojawia się w wyniku wzrostu prawdopodobieństwa niewypłacalności finansowej. Teorię tę nazywamy statyczną, gdyż zakłada, że firma nie zmienia swoich aktywów ani rodzaju działalności i analizuje jedynie zmiany wskaźnika dług–kapitał własny⁸⁴.

Efekty z tytułu ochrony przed opodatkowaniem rosną zatem do pewnego momentu; w tym okresie koszty bankructwa nie występują bądź ich wielkość nie ma istotnego znaczenia. W miarę wzrostu długu ryzyko bankructwa przedsiębiorstwa rośnie, a korzyści w związku z pozytywnym oddziaływaniem osłony podatkowej – maleją. Gdy oczekiwana bieżąca wartość możliwych zagrożeń finansowych przekroczy krańcowy wzrost wartości wynikający z korzyści podatkowych, wartość firmy spadnie. Ponadto wzrost prawdopodobieństwa niewypłacalności w przyszłości implikuje wzrostem średniego ważonego kosztu kapitału, co dodatkowo wpływa negatywnie na bieżącą wartość firmy⁸⁵.

Za twórców **teorii pełnomocnictwa**, zwanej **teorią kosztów agencji**, uważa się powszechnie M.C. Jensena oraz W.H. Mecklinga⁸⁶. Teoria ta dotyczy kwestii kosztów agencji w przedsiębiorstwie, które powstają w wyniku rozdzielenia własności od zarządzania i delegowania uprawnień zarządczych do wykwalifikowanej kadry menedżerskiej⁸⁷. Problemy związane z rozdzieleniem własności od zarządzania pojawiają się w firmie, gdy obie grupy interesariuszy mają rozbieżne cele związane z firmą, a praca menedżerów jest dla właścicieli trudna do permanentnego nadzorowania⁸⁸. Dług ma dyscyplinujący wpływ na zarządzających i pozbawia ich możliwości reinwestycji dużych nadwyżek gotówkowych w ryzykowne projekty rozwojowe. Z jednej strony taki model struktury kapitału przedsiębiorstwa

83 M. Michalski, *Zarządzanie przez wartość*, Warszawa 2001 (Finanse i Przedsiębiorstwo), s. 120–121, [za:] J. Bieliński (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 188–189.

84 S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999, s. 553.

85 E.I. Altman, E. Hotchkiss, *Trudności finansowe a upadłość firm*, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 120–121; J. Bieliński (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa...*, s. 190–192.

86 M.C. Jensen, *Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers*, „American Economic Review” 1989, nr 76, s. 323–336; M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, nr 4, s. 305–360, [za:] J. Bieliński (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa...*, s. 107.

87 M. Podstawka (red.), *Finanse. Instytucje, instrumenty, podmioty, rynki, regulacje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2017, s. 37.

88 A. Pieloch, *Motywy i efekty wykupu...*, s. 78–79.

ogranicza problemy pełnomocnictwa, z drugiej jednak strony nie bierze pod uwagę negatywnych konsekwencji wysokiego poziomu zadłużenia w postaci utraty elastyczności finansowania. Tak więc ustalenia M.C. Jensena wydają się prawdziwe, ale tylko w odniesieniu do dojrzałych przedsiębiorstw cechujących się regularnymi dodatnimi przepływami środków pieniężnych⁸⁹.

89 A. Cwynar, W. Cwynar, *Optymalizacja struktury kapitału...*, s. 73–74.

Rozdział 2

Charakterystyka wybranych wewnętrznych form finansowania przedsiębiorstwa

Każdy podmiot działający na rynku dąży do posiadania środków finansowych, są one bowiem niezbędne zarówno do działalności bieżącej, jak i rozwojowej. Dostęp do źródeł finansowania ma istotny wpływ na podejmowane przez przedsiębiorstwo decyzje, a także warunkuje jego plany i zamierzenia strategiczne. Dlatego też istotnym celem o charakterze krótkookresowym dla większości podmiotów jest zapewnienie płynności finansowej. Poprzez płynność finansową należy rozumieć: ciągłość działania, zdolność firmy do terminowego regulowania zobowiązań oraz prowadzenie odpowiedniej gospodarki aktywami obrotowymi. Zaś długookresowym celem finansowym podmiotu jest maksymalizacja wartości firmy przez generowanie strumieni dochodów, która to prowadzi do zwiększenia stanu posiadania właścicieli firmy¹. Warto jednak pamiętać, że to kapitał własny jest najbardziej stabilnym źródłem finansowania przedsiębiorstwa, dającym prawo do jego własności i wiążących się z nim konsekwencji oraz stanowiącym gwarancję dla potencjalnych wierzycieli².

1 W. Pluta, *Finanse małych i średnich przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2004, s. 30–32.

2 D. Kobus-Ostrowska, *Determinanty konkurencyjności MSP w gospodarce rynkowej*, „Gospodarka współczesna. Roczniki Naukowe UJK” 2014, vol. 1, nr 14, s. 114.

2.1. Wewnętrzne własne źródła finansowania przedsiębiorstw

2.1.1. Zysk zatrzymany

Samofinansowanie często określane jest jako finansowanie za pomocą zysku netto. Ten rodzaj finansowania wewnętrznego, własnego traktowany jest jako podstawowe źródło finansowania, nie tylko działalności bieżącej, ale również rozwojowej. W literaturze rozróżniamy samofinansowanie:

- szerokie – to pokrywanie wydatków z własnych przychodów;
- wąskie – to finansowanie uzyskane z nadwyżek finansowych, takich jak: amortyzacja, dochód netto, rezerwy celowe (np. na nieściągalne należności)³.

Cechą charakterystyczną samofinansowania jest konieczność gromadzenia funduszu w całości lub pewnej części. Może on zostać zgromadzony w postaci: zysku netto, zysku zatrzymanego, funduszu amortyzacyjnego i ewentualnie rezerwy celowej. A zatem samofinansowanie oznacza finansowanie przedsiębiorstwa zatrzymanym zyskiem. W praktyce jest to różnica pomiędzy wartością (zyskiem), jaką uzyskujemy po opodatkowaniu, a łączną kwotą dywidend, które zostały wypłacone. O skali samofinansowania decyduje jednak stopa zwrotu, a także polityka akcjonariuszy w zakresie redystrybucji zysku. Zdarzają się sytuacje, gdy samofinansowanie ma charakter ukryty, co oznacza dążenie do zmniejszenia wykazanego zysku przez tworzenie rezerw lub stosowanie odpowiednich metod wyceny zapasów. Bez wątplenia wartość środków, jakie stanowi kapitał z zysku zatrzymanego, pozwala określić rzeczywisty wkład współwłaścicieli w rozwój przedsiębiorstwa. Często właściciele rezygnują z bieżącej dywidendy, oczekując, iż otrzymany w ten sposób kapitał, właściwie zainwestowany, pomoże firmie się rozwijać. Dlatego też zysk zatrzymany służy przede wszystkim samofinansowaniu przedsiębiorstwa. Podmiot, który korzysta z tej formy finansowania, ma większe perspektywy na dalszy rozwój.

Prawo przewiduje również tzw. rezerwy ciche. Przykładem mogą być korzyści uzyskane w następstwie zastosowania odpisów amortyzacyjnych. W rezultacie zastosowanie ukrytego samofinansowania w firmie może przyczynić się do: obniżenia podstawy opodatkowania CIT, zmniejszenia wartości zysku do podziału czy też ograniczenia ryzyka⁴.

Wykorzystanie samofinansowania przez przedsiębiorstwo do opłacania jego potrzeb kapitałowych tak inwestycyjnych, jak i operacyjnych jest rozwiązaniem

3 L. Szyszko, J. Szczepański (red.), *Finanse przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 70–71.

4 W. Janasz, *Innowacje w rozwoju przedsiębiorczości w procesie transformacji*, Difin, Warszawa 2000, s. 95–96.

cechującym się szeregiem zalet i wad⁵. W tabeli 5 zaprezentowano istotne cechy analizowanej formy finansowania.

Tabela 5. Pozytywne i negatywne aspekty samofinansowania

ZALETY	WADY
możliwość rozwiązywania problemów z zastosowaniem rachunku mikroekonomicznego	konieczność posiadania funduszy własnych
trafność podejmowanych decyzji inwestycyjnych, dzięki analizie efektywności zgromadzonych danych	tworzenie „cichych” rezerw w sposób niekontrolowany
możliwość elastycznego obniżenia cen zbytu i dostosowania do zmiennych warunków rynkowych	realizacja inwestycji poprzez wykorzystywanie kapitału zatrzymanego w przedsiębiorstwie
wzrost wiarygodności dla wierzycieli poprzez duży udział kapitału własnego w strukturze pasywów	rozproszenie środków sprzyjające skostnieniu struktur działalności
zwiększenie wartości kapitału własnego w przedsiębiorstwie i ograniczenie ryzyka jego finansowania	ograniczenie znaczenia bilansu jako źródła informacji o przedsiębiorstwie

Źródło: opracowanie na podstawie L. Szyszko, J. Szczepański (red.), *Finanse przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 71.

Prezentowana forma finansowania wzmacnia zdolność kredytową firmy oraz niezależność gospodarczą. I chociaż zyski zatrzymane mogą się różnić w poszczególnych okresach sprawozdawczych, to nie zawsze jest to wynikiem zmian dochodów firmy. Wśród czynników, które mogą wpływać na zyski zatrzymane, warto wskazać:

- zmianę zysku netto;
- zmianę kwoty gotówki wypłaconej jako dywidenda dla inwestorów;
- zmianę wartości sprzedanych towarów;
- zmianę kosztów administracyjnych;
- zmianę podatku;
- zmianę strategii biznesowej firmy.

Wspólnikom spółki z ograniczoną odpowiedzialnością i akcjonariuszom spółki akcyjnej przysługuje prawo do udziału w zyskach spółek kapitałowych, co jest umocowane w przepisach Kodeksu Spółek Handlowych. Dlatego też **udziałowcy** (sp. z o.o.) i **akcjonariusze** (SA) mają prawo do udziału w zysku, jeśli ten jest wykazany w sprawozdaniu finansowym. Warto jednak pamiętać, że umowa spółki

⁵ J. Grzywacz (red.), *Źródła finansowania działalności rozwojowej przedsiębiorstw w Polsce*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2016, s. 42.

może przewidywać odmienny sposób podziału zysku. Jeżeli jednak umowa spółki nie stanowi inaczej, to w przypadku sp. z o.o. zysk przypadający wspólnikom należy podzielić w stosunku do udziałów, jakie posiadają. Jeśli zaś chcemy dokonać podziału zysku w odniesieniu do **akcjonariuszy** (SA), to ów podział realizowany jest w stosunku do liczby akcji, jakie zgromadził każdy z akcjonariuszy. W sytuacji gdy akcje nie są całkowicie pokryte, zysk dzieli się zgodnie co do wartości wpłat dokonanych za akcje. Ostatecznie warto zauważyć, że przedsiębiorstwo, które jest w stanie generować wyższe zyski, przez inwestorów jest postrzegane jako podmiot gwarantujący wysoki poziom zwrotu z zaangażowanego kapitału. W wielu przypadkach pozwala to na rozszerzenie możliwości dla danej firmy w zakresie uzyskania dodatkowego wsparcia, np. w formie finansowania zewnętrznego.

2.1.2. Amortyzacja

Amortyzacja to istotne źródło finansowania wewnętrznego. Odpisy amortyzacyjne tworzą fundusze, które mogą być wykorzystywane na inwestycje dodatkowe lub odtworzeniowe. W rzeczywistości amortyzacja jest źródłem środków pieniężnych pozostających do dyspozycji przedsiębiorstwa. Wartość tych środków zależy jednak od: wielkości majątku trwałego, metod amortyzacji oraz innych czynników, np. inflacji, która może przyczynić się do relatywnego zmniejszenia kapitału⁶.

Ze względu na rolę, jaką pełni amortyzacja, często w literaturze podkreśla się jej wielorakie funkcje⁷. Warto tu wymienić chociażby: umorzeniową, kosztową czy finansową.

Funkcja umorzeniowa oznacza, że amortyzacja to instrument, który informuje o poziomie zużycia danego środka trwałego. Funkcja kosztowa oznacza, że amortyzacja pozwala uwzględnić wartość zużytego majątku trwałego w kosztach ponoszonych przez dany podmiot. Funkcja finansowa oznacza, że amortyzacja to narzędzie tworzenia funduszy przeznaczonych na zastąpienie zużytych aktywów, a szczególnie ich części, nowymi.

Z tego też względu amortyzacja to finansowe zużycie majątku trwałego uwzględnione w kosztach uzyskania przychodów. Oznacza to, że podmiot rozkłada koszty zużycia majątku trwałego i gromadzi odpowiednie środki pieniężne, aby nabyć nowe środki trwałe. Przedsiębiorstwa mają do wyboru: albo skorzystają z tzw. amortyzacji przyspieszonej, albo dokonują realnych odpisów amortyzacyjnych, uwzględniając faktyczne zużycie środka. Pierwsza forma powoduje obniżenie zysku na początku okresu swoimi wysokimi kosztami, zaś na koniec sytuacja odwrotna powoduje podwyższanie zysku niskimi kosztami amortyzacyjnymi. Wskutek amortyzacji przyspieszonej następuje odroczenie podatku dochodowego

6 B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, *System finansowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 440.

7 D. Krzezińska, *Finanse przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 2005, s. 22–28.

nazywane tarczą podatkową lub osłoną podatkową. W tej sytuacji wysokość odpisów jest typowym kosztem, gdzie wysokość odpisów w celach podatkowych może być inna niż dla odpisów w celach bilansowych. W drugim przypadku stawki amortyzacji ustala ustawa o rachunkowości, uwzględniając warunki użytkowania środków⁸.

W Polsce amortyzujemy majątki trwałe, rzeczowe, wartości niematerialne i prawne. Stosowane są dwie metody amortyzacji:

- liniowa – najprostsza, najczęściej stosowana, zakładająca, że środek trwały zużywa się w takim samym stopniu w ciągu całego jego okresu użytkowania. Kwota amortyzacji rocznej to iloraz wartości środka trwałego przez okres jego użytkowania;
- degresywna – zwana metodą malejącego salda, której stałą wartością jest stawka procentowa. W związku z tym, że wraz ze starzeniem się środka trwałego jego wydajność spada, często wybiera się malejącą stawkę amortyzacyjną poprzez wyliczanie coraz niższej stawki dla każdego w kolejnych latach;
- sumy liczby lat – roczną amortyzację oblicza się, mnożąc wartość początkową środka (pomniejszoną o wartość odzysku) przez zmieniający się w poszczególnych latach ułamek określający liczbę lat, przez jaką będzie jeszcze użytkowany środek trwały.

W literaturze pozostają do dyspozycji jeszcze dwie kolejne metody⁹:

- progresywna – polega na niskich odpisach amortyzacyjnych w pierwszych latach używania oraz ich zwiększaniu w miarę upływu czasu;
- naturalna – w tym przypadku kwota amortyzacji jest uzależniona od ilości wykonanej pracy w danym okresie.

Reasumując, z uwagi na fakt, iż amortyzacja środków trwałych wykorzystywanych w danym podmiocie wpływa na podwyższenie całkowitych kosztów ponoszonych przez przedsiębiorstwo, ma ona korzystny wpływ na jego wynik finansowy. Uwzględniając bowiem jej wartość w kosztach, zmniejszamy podstawę opodatkowania i obniżamy wartość podatku dochodowego należnego do zapłacenia. A uzyskane w ten sposób środki służą nie tylko odtworzeniu zużytego parku maszynowego, ale również gromadzeniu funduszy na zakupy nowych składników majątku trwałego. Poniżej zamieszczono przykłady ilustrujące odpisy amortyzacyjne metodą: liniową, degresywną, metodą sumy liczby lat.

Przykład 1. Wiedząc, że przedsiębiorstwo zakupiło 15 grudnia 2021 roku środek trwały za 10 400 zł, przy stawce amortyzacyjnej 12%, wyznacz harmonogram odpisów amortyzacyjnych metodą liniową.

⁸ Tamże, s. 41–45.

⁹ M. Mikic, T. Novoselec, D. Primorac, *Influence of financing source on the small business performance*, „International Journal of Economic Perspectives” 2016, vol. 10 (2), s. 62–72.

Tabela 6. Wyznaczenie i zaplanowanie odpisów amortyzacyjnych metodą liniową

Okresy	Podstawa amortyzacji (zł)	Roczna stawka amortyzacyjna (%)	Roczna kwota amortyzacyjna (zł)	Umorzenie (zł)	Wartość księgowa (zł)
2022	10 400	12	1248	1248	9152
2023	10 400	12	1248	2496	7904
2024	10 400	12	1248	3744	6656
2025	10 400	12	1248	4992	5408
2026	10 400	12	1248	6240	4160
2027	10 400	12	1248	7488	2912
2028	10 400	12	1248	8736	1664
2029	10 400	12	1248	9984	416
2030	10 400	12	416	10 400	0
Razem	x	x	10 400	x	x

Źródło: opracowanie własne.

Przykład 2. Przedsiębiorstwo zakupiło w dniu 15 czerwca 2021 roku mieszkanie w kamienicy za 60 000 zł, przy stawce amortyzacyjnej 12%, współczynnik korygujący wynosi 2,0. Przedstaw harmonogram odpisów amortyzacyjnych metodą degresywną.

W celu rozwiązania przykładu należy najpierw przedstawić, jak wygląda plan odpisów amortyzacyjnych metodą liniową, ponieważ jest to niezbędne do wskazania sposobu dokonywania odpisów metodą degresywną.

Metoda liniowa

Roczna kwota amortyzacji $60000 \times 12\% = 7200$ zł

Miesięczna stawka amortyzacji $7200 : 12 = 600$ zł

Odpisy amortyzacyjne za 2021 rok (VII–XII) $600 \times 6 = 3600$ zł

Odpisy od 2022 do 2028 roku (7 lat), bo $7 \times 7200 = 50400$ zł

Odpis za 2029 rok, za 10 miesięcy $10 \times 600 = 6000$ zł

Razem odpisy amortyzacyjne $3600 + 50400 + 6000 = 60000$ zł

Metoda degresywna

Roczna stawka amortyzacji wynosi $2,0 \times 12\% = 24\%$

Odpis roczny $60\,000 \times 24\% = 14\,400 \text{ zł}$

Miesięcznie $14\,400 : 12 = 1200 \text{ zł}$

Odpis za 2021 rok $6 \times 1200 = 7200 \text{ zł}$

Odpis za 2022 rok

Wartość początkowa $60\,000 \text{ zł}$

Odpis za 2021 rok 7200 zł

Wartość netto $60\,000 - 7200 = 52\,800 \text{ zł}$

Odpis za 2022 rok $52\,800 \times 24\% = 12\,672 \text{ zł}$

Odpis za 2023 rok

Wartość początkowa $60\,000 \text{ zł}$

Odpis za poprzednie lata $7200 + 12\,672 = 19\,872 \text{ zł}$

Wartość netto $60\,000 - 19\,872 = 40\,128 \text{ zł}$

Odpis za 2023 rok $40\,128 \times 24\% = 9630,72 \text{ zł}$

Odpis za 2024 rok

Wartość początkowa $60\,000 \text{ zł}$

Dotychczasowe odpisy $7200 + 12\,672 + 9630,72 = 29\,502,72 \text{ zł}$

Wartość netto $60\,000 - 29\,502,72 = 30\,497,28 \text{ zł}$

Odpis za 2024 rok $30\,497,28 \times 24\% = 7319,35 \text{ zł}$

Odpis za 2025 rok

Wartość początkowa $60\,000 \text{ zł}$

Dotychczasowe odpisy $7200 + 12\,672 + 9630,72 + 7319,35 = 36\,822,07 \text{ zł}$

Wartość netto $60\,000 - 36\,822,07 = 23\,177,93 \text{ zł}$

Odpis za 2025 rok $23\,177,93 \times 24\% = 5562,70 \text{ zł}$

W 2025 roku, według odpisów degresywnych (5562,70 zł), pierwszy raz roczny odpis jest mniejszy od rocznych odpisów metodą liniową (7200 zł). W takiej sytuacji należy od tego okresu, tj. od 2025 roku, zmienić metodę na liniową.

Zatem razem odpisy za lata 2021–2025

$$7200 + 12\,672 + 9630,72 + 7319,35 + 7200 = 44\,022,07 \text{ zł}$$

Odpis za 2026 rok

Odpis za 2026 rok 7200 zł

Zatem razem odpisy za lata 2021–2026

$$44\,022,07 + 7200 = 51\,222,07 \text{ zł}$$

Odpis za 2027 rok

Odpis za 2027 rok 7200 zł

Zatem razem odpisy za lata 2021–2027

$$51\,222,07 + 7200 = 58\,422,07 \text{ zł}$$

Odpisy za 2028 rok

Pozostało $60\,000 - 58\,422,07 = 1577,93 \text{ zł}$

I–II $2 \times 600 = 1200 \text{ zł}$

III $377,93 \text{ zł}$

Przykład 3. Zaplanuj odpisy amortyzacyjne metodą sumy liczby lat¹⁰, wiedząc, że wartość zakupionego środka trwałego wynosi 10 400 zł, stawka amortyzacyjna 12%, przewidywany okres eksploatacji 8 lat. Wyznacz odpisy amortyzacyjne metodą sumy liczby lat.

Punktem wyjścia w tej metodzie jest ustalenie rocznej stawki odpisów amortyzacyjnych w formie ułamka, gdzie w liczniku znajduje się liczba lat, a sam ułamek charakteryzuje się wartością malejącą z roku na rok. Należy ustalić sumę liczby lat ze wzoru:

$$S_l = \frac{n(n+1)}{2}$$

$$S_l = \frac{8 \times (8+1)}{2} = 36$$

Tabela 7. Obliczenia do przykładu nr 3

Lata	Wartość początkowa (zł)	Wartość ułamka	Kwota rocznej amortyzacji (zł)
2014	10 400	8/36	2311,11
2015	10 400	7/36	2022,22
2016	10 400	6/36	1733,33
2017	10 400	5/36	1444,44
2018	10 400	4/36	1155,56
2019	10 400	3/36	866,67
2020	10 400	2/36	577,78
2021	10 400	1/36	288,89
Razem	x	x	10 400,00

Źródło: opracowanie własne.

¹⁰ Roczna amortyzację oblicza się tu, mnożąc wartość początkową środka (pomniejszoną o wartość odzysku) przez ułamek zmieniający się w poszczególnych latach. Przy czym licznik ułamka to liczba lat, przez jaką będzie jeszcze użytkowany środek trwały. W kolejnych latach licznik będzie się zmniejszał o 1. Natomiast mianownik ułamka to suma cyfr całkowitego okresu użytkowania środka – G.K. Świdorska, *Jak czytać sprawozdanie finansowe*, Wydawnictwo Difin/MAC, Warszawa 2013, s. 66–67.

2.1.3. Sprzedaż aktywów

Sprzedaż aktywów jednostki jest jednym z głównych źródeł finansowania własnego podmiotu. Struktura aktywów jednak zależy od specyfiki działalności jednostki, a nawet branży czy też asortymentu wytwarzanych produktów bądź świadczonych usług. W wielu publikacjach podkreśla się, że wysoki udział aktywów trwałych w relacji do ogólnej sumy aktywów świadczy o słabej możliwości w zakresie dostosowania się jednostki do zmieniającego się otoczenia¹¹. Warto pamiętać, że aktywa w momencie sprzedaży mogą być w formie rzeczowej lub w postaci niematerialnych wartości prawnych, takich jak: akcje, obligacje czy udziały w innych przedsiębiorstwach. Z tego też względu przedmiotem sprzedaży może być majątek trwały czy też obrotowy. Aktywa trwałe to nie tylko rzeczowy majątek trwały, to również wartości niematerialne i prawne będące w dyspozycji podmiotu oraz inwestycje długoterminowe. Aktywami obrotowymi są natomiast: zapasy, półprodukty i produkcja w toku oraz wyroby gotowe oraz papiery wartościowe. Do aktywów finansowych przeznaczonych do obrotu zalicza się również instrumenty pochodne, choć wyjątkiem są tu instrumenty zabezpieczające. Często można spotkać się z sytuacją, gdy aktywa finansowe utrzymywane są do terminu wymagalności, np. dłużne instrumenty finansowe z opcją sprzedaży lub opcją kupna to przykłady własnych aktywów finansowych o określonym terminie wymagalności. W obu przypadkach strony kontraktu mają prawo wykupu instrumentu, a zatem danego waloru przed upływem terminu jego zapadalności. W tej sytuacji sprzedaż aktywów może być atrakcyjnym sposobem na pomnożenie posiadanych środków.

2.2. Wewnętrzne obce źródła finansowania przedsiębiorstw

Przykładem zewnętrznych źródeł finansowania są zobowiązania. W części zamieszczonej poniżej zaprezentowano przykładowe zobowiązania wobec pracowników oraz zobowiązania publiczno-prawne. **Zobowiązanie** to pieniężne lub rzeczowe świadczenie, które dłużnik ma obowiązek zrealizować na rzecz wierzyciela. Wartość zobowiązania, jak również termin jego realizacji muszą być ustalone. Zobowiązanie powstaje wówczas, gdy moment zrealizowania zapłaty przypada później niż moment, w którym powstał obowiązek zapłaty. Zobowiązania podmiotu mogą dotyczyć zarówno kwot, które są należne pracownikom, instytucjom publicznoprawnym, jak i dostawcom. Ten ostatni aspekt zostanie uwzględniony

11 W.B. Gartner, C.J. Frid, J.C. Alexander, *do firm*, „Small Business Economics” 2012, vol. 39, nr 3, s. 745–761. <https://doi-10rg-10041da601133.han3.lib.uni.lodz.pl/10.1007/s11187-011-9359-y>

w dalszej części książki. Poniżej zaprezentowane zostaną jedynie kwestie dotyczące: zobowiązań wobec pracowników oraz zobowiązań wobec instytucji, którym podlega dany podmiot.

Zobowiązania wobec pracowników – obejmują niewypłacone na ustalony dzień bilansowy wynagrodzenia pracowników i osób zatrudnionych, zarówno na podstawie stosunku pracy, jak i umów cywilnoprawnych, a także wynagrodzenia wypłacane z opóźnieniem lub wynagrodzenia niepodjęte w terminie. Co więcej, mogą to być również zobowiązania: w formie niewypłaconych, ale należnych pożyczek mieszkaniowych pozyskanych w ramach ZFŚS, a także te, które dotyczą innych rozrachunków z pracownikami. Mowa tu o: niewypłaconych zaliczkach na podróże służbowe, wydatkach administracyjnych bądź też niezapłaconych, ale należnych świadczeniach na rzecz pracowników. Świadczenia te mogą przyjmować wieloraką formę, np. opłaty czynszów, karnetów, rachunków telefonicznych, a nawet kosztów, jakie zostały poniesione w związku z używaniem pojazdów własnych do celów służbowych. W tym miejscu warto również podkreślić, że zobowiązania z tytułu wynagrodzeń wobec osób wykazanych wcześniej ujmowane są w wartości nominalnej.

Z kolei **zobowiązania publicznoprawne** to naliczone, lecz jeszcze niezapłacone środki w postaci: podatków, składek na ubezpieczenia społeczne czy też składek na ubezpieczenie zdrowotne. Warto wskazać tu zatem wartości naliczone z tytułu wszelkich podatków (dochodowy, VAT, akcyzowy, od nieruchomości, od środków transportu), a także wartości określone w postaci: cła wraz z doliczoną opłatą manipulacyjną, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych, świadczeń na rzecz Funduszu Gwarantowanych Świadczeń Pracowniczych, Funduszu Pracy oraz Funduszu Emerytur Pomostowych. W tej grupie uwzględnimy również inne świadczenia o charakterze publicznoprawnym, tj. wpłaty na PFRON czy też opłaty za korzystanie ze środowiska, a także opłaty sądowe, notarialne i skarbowe oraz cła. Zobowiązaniami publicznoprawnymi będą również: składki na ubezpieczenia społeczne i ubezpieczenie zdrowotne naliczane i uwzględnione w kosztach z bieżącego roku obrotowego (w grudniu), które dotyczą wynagrodzeń i składników wynagrodzeń. Mimo iż zostaną one zapłacone w następnym roku obrotowym (w styczniu). Powodem takiego rozwiązania jest fakt, iż na dany dzień bilansowy nie stanowią jeszcze wymaganego zobowiązania. Warto zatem zauważyć, że zobowiązanie jest każdorazowo źródłem finansowania. Staje się niejako kapitałem obcym składników majątkowych. I choć ów kapitał w danym terminie jednostka jest zobowiązana zwrócić, np. pracownikowi lub organowi podatkowemu, to i tak przez pewien czas będzie on w dyspozycji danego podmiotu.

2.3. Szczególne wewnętrzne formy finansowania przedsiębiorstw

W ramach wewnętrznych form finansowania przedsiębiorstw często wymienia się dwie o charakterze szczególnym. Są to: kapitał zapasowy oraz rezerwy. Kapitał zapasowy najczęściej tworzony jest z zysku osiąganego przez podmiot oraz z ewentualnych dopłat udziałowców bądź akcjonariuszy. Spełnia on rolę asekuracyjną. Z reguły ma charakter obligatoryjny, gdyż przepisy prawa zobowiązują do dokonywania odpisów z zysku, np. w spółkach akcyjnych stanowi to co najmniej 8% zysku netto aż do momentu, gdy kapitał zapasowy firmy nie osiągnie 1/3 łącznej wartości kapitału akcyjnego spółki. Czasami jednak utrzymywanie kapitału zapasowego ma charakter dobrowolny i jest efektem uchwały organów zarządzających lub decyzji wspólników.

Dodatkowo wśród szczególnych form finansowania przedsiębiorstw mogą być niewykorzystane rezerwy. Rezerwy stanowią zabezpieczenie przed ryzykiem i niepewnością, jednocześnie stwarzają szanse do kreowania wyniku finansowego oraz spełniają rolę osłony zysku netto przed podziałem. Inna ważna funkcja rezerw to osłona firmy przed ryzykiem. Wynika ona z potrzeby minimalizowania przyszłych skutków zdarzeń, związanych z działalnością podmiotów gospodarczych, które mogą mieć istotne negatywne konsekwencje. Rezerwy służą również do regulowania przyszłych zobowiązań. Dlatego też w przedsiębiorstwie mogą stanowić pokaźne źródło finansowania aktywów. Co więcej, rezerwy to zobowiązania, dla których termin wymagalności nie jest ustalony z góry. Tworzy się je zgodnie z obowiązującym prawem lub wtedy, gdy występuje duże prawdopodobieństwo, że firma może mieć problem z uregulowaniem zobowiązania/zobowiązań w przyszłości. Coraz częściej rezerwy tworzy się z uwagi na: nagrody jubileuszowe dla pracowników, niewykorzystane urlopy i premie, kwoty objęte postępowaniem sądowym, skarbowym lub podatkowym, likwidację części przedsiębiorstwa (np. oddziału).

Reasumując, kapitał zapasowy i rezerwy dają firmie gwarancję utrzymania płynności finansowej w przypadku wystąpienia wydatków wcześniej niezaplanowanych lub zdarzeń losowych. Co więcej, jeśli rezerwy nie zostaną wykorzystane w danym roku, to mogą zostać uznane za zyski nadzwyczajne, co pozwala na ich wykorzystanie w procesach inwestycyjnych w roku następnym. Drugi rodzaj rezerw to lokaty wygosposodarowane z zysku. Są one instrumentem stabilizującym bieżącą równowagę finansową przedsiębiorstwa¹². Wydaje się, że przykładem rezerw długookresowych może być fundusz emerytalny. Składki na fundusz ujmowane są w kategorii kosztów uzyskania przychodów, obniżają więc podstawę opodatkowania i pozostają do dyspozycji firmy cały czas, gdy pracownik jest

12 A. Skowronek-Mielczarek, *Źródła zewnętrznego finansowania małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, „Monografie i Opracowania” 2002, SGH, nr 499, s. 72.

zatrudniony. A zatem środki zgromadzone w ramach funduszu są niczym innym jak zobowiązaniami firmy wobec pracownika, naliczane są od nich odsetki. Ponieważ nie wypłaca się ich na bieżąco, przedsiębiorstwa mogą je traktować jako źródło finansowania¹³.

13 L. Szyszko, J. Szczepański (red.), *Finanse przedsiębiorstwa...*, s. 67–69.

Rozdział 3

Charakterystyka wybranych zewnętrznych form finansowania przedsiębiorstwa

3.1. Zewnętrzne własne źródła finansowania przedsiębiorstwa

Na wstępie warto zwrócić uwagę na fakt, iż przedsiębiorcy, choć z reguły korzystają z wielu źródeł finansowania działalności gospodarczej, to analizując różne możliwe warianty w zakresie zewnętrznych form finansowania, zwracają szczególną uwagę na: dostępność źródła, koszt pozyskania środków, ich poziom oraz szybkość otrzymania środków, a także czas spłaty i możliwość zmniejszania lub zwiększania wartości zadłużenia¹.

3.1.1. Kapitał podstawowy

Kapitał podstawowy to kapitał założycielski, zaangażowany w przedsięwzięcie w początkowym okresie jego działalności, a następnie zwiększony w okresie jego funkcjonowania.

Charakter kapitału podstawowego uzależniony jest jednak od formy organizacyjno-prawnej podmiotu gospodarczego. Tak więc w spółkach kapitałowych będzie to kapitał zakładowy, w jednoosobowych spółkach Skarbu Państwa – fundusz założycielski, a w spółdzielniach – kapitał udziałowy. Natomiast w spółkach osobowych wielkość kapitału własnego nie jest regulowana przepisami prawa, ponieważ ich właściciele odpowiadają za zobowiązania podmiotu

1 J. A. Soosaimuthu, *Industry Best Practices and Business Recommendations*, [w:] *SAP Enterprise Portfolio and Project Management*, Apress, Berkeley, CA 2022, s. 243–344.

często całym swoim majątkiem. W przypadku spółek kapitałowych minimalna wielkość ich kapitału zakładowego jest określona ustawowo, w celu ochrony bezpieczeństwa obrotu gospodarczego oraz interesów wierzycieli. Wysokość wkładów własnych powinna kształtować się na poziomie, który będzie umożliwiał rozszerzenie działalności inwestycyjnej oraz podjęcie prac rozwojowych. W tym miejscu warto dodać, że osoby oraz firmy, które angażują się w dane przedsięwzięcie poprzez zainwestowanie kapitału własnego z mocy prawa, albo nabywają pewną jego część, albo uzyskują z tego tytułu dochody pieniężne. Każdorazowo jednak liczą na wzrost jego wartości. Finansowanie przedsiębiorstwa za pomocą kapitału podstawowego, wniesionego w formie rzeczowej lub pieniężnej, zwiększa jego stabilność finansową. W związku z tym, iż wniesiony kapitał nie podlega zwrotowi w okresie funkcjonowania przedsiębiorstwa, stanowi on gwarancję wiarygodności dla wierzycieli. Co więcej, wartość zgromadzonego kapitału podstawowego to informacja dla wierzycieli. Wykazana kwota potwierdza, do jakiego poziomu firma będzie zdolna zaakceptować ciążące na niej zobowiązania². Co jest istotne w przypadku trudnej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Warto również dodać, że czas, na który angażujemy kapitał podstawowy, jest nieograniczony. To jego wysokość kreuje istniejące i nowe stosunki własnościowe, a także wyznacza udział w zyskach tak obecnych, jak i nowych inwestorów³.

3.1.2. Dopłaty wspólników i pozyskanie nowego wspólnika

Popularnymi formami finansowania kapitału własnego są: dopłaty wspólników oraz pozyskanie nowego wspólnika. Kapitał własny można gromadzić zatem poprzez:

- dopłaty już działających wspólników, choć często istnieją trudności w dysponowaniu wystarczającą liczą środków finansowych;
- dopłaty powstające poprzez przejęcie (pozyskanie nowych wspólników/ pozyskanie nowego wspólnika).

Zarówno dopłaty wspólników, jak i pozyskanie nowych wspólników to przykłady finansowania własnego zewnętrznego. W zależności od formy organizacyjno-prawnej podmiotu kapitał może być zaewidencjonowany w przedsiębiorstwie w postaci: wkładów, udziałów, aportów, dotacji czy wkładów za akcje. Istotny wydaje się fakt, iż dopłatę można wnieść do firmy na podstawie uchwały zarządu spółki o podniesieniu kapitału podstawowego lub poprzez zawarcie przez właściciela umowy pożyczki ze spółką, a w przypadku gdy osoba fizyczna prowadzi działalność gospodarczą – poprzez zaangażowanie prywatnych

2 E. Wrońska-Bukalska, *System finansowy małego i średniego przedsiębiorstwa. Obieg informacji*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2015, s. 200 i nast.

3 B. Kołosowska, *Finansowanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw poprzez rynek kapitałowy w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2013, s. 54.

środków, z których pokryte zostaną zobowiązania (wydatki) wynikające z prowadzonej działalności gospodarczej. Uzyskany w ten sposób kapitał zwiększa płynność finansową firmy, rośnie bowiem baza gwarancyjna względem potencjalnych dłużników. Co więcej, wzrasta majątek przedsiębiorstwa, a nie rosną jego zobowiązania. W przypadku pozyskania nowego wspólnika lub nowych wspólników warto zwrócić jeszcze uwagę na fakt, iż ich pojawienie się w firmie wnosi do niej nowe doświadczenia i kontakty. Często jednak taka sytuacja powoduje zmianę struktury właścicielskiej w organach decyzyjnych⁴ i nie pozostaje bez znaczenia dla struktury organizacyjnej. Zmienia się zatem struktura właścicielska i może nastąpić rozproszenie kapitału. W tej sytuacji, co podkreśla A. Skowronek-Mielczarek, mogą zostać wprowadzone nowe struktury zarządcze i podjęte nowe decyzje w firmie⁵.

3.1.3. Emisja akcji

Akcja – papier wartościowy o charakterze **majątkowym i niemajątkowym**, który umożliwia jej posiadaczowi udział w **spółce akcyjnej lub komandytowo-akcyjnej**. Akcja to również papier wartościowy o **zmiennym dochodzie**. Dokument akcji powinien być sporządzony w **formie pisemnej** i zwyczajowo wskazywać na: nazwę firmy, jej siedzibę, datę rejestracji spółki, numer KRS, nominalną wartość akcji, serię, numer akcji oraz rodzaj akcji. Zwyczajowo informuje się również o ograniczeniach, jakie towarzyszą rozporządzaniu akcjami z danej serii.

Akcjonariuszem jest podmiot (osoba), który **nabywa akcje oraz prawa wynikające z tego tytułu**, tym samym akcjonariusz staje się **współwłaścicielem** majątku spółki.

Prawa przysługujące akcjonariuszowi można podzielić na: **majątkowe i niemajątkowe** (tzw. korporacyjne). Prawa te, co do zasady, są równe. Do pierwszej grupy należą:

- prawo do dywidendy, czyli udziału w zysku spółki akcyjnej,
- prawo do udziału w podziale majątku spółki, w sytuacji jej likwidacji (choć akcjonariusze są ostatnimi, którzy mają szansę na odzyskanie środków pochodzących z podziału majątku spółki, w pierwszej kolejności realizowane są bowiem zobowiązania karno-skarbowe),
- prawo poboru (które umożliwia dotychczasowym akcjonariuszom pierwszeństwo zakupu nowych akcji).

W tym miejscu warto zwrócić uwagę na fakt, że prawo poboru można odsprzedać na giełdzie lub akcjonariusz może zostać pozbawiony tego prawa przez **walne zgromadzenie akcjonariuszy**. Do drugiej grupy zaliczamy:

4 A. Skowronek-Mielczarek, *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*, C.H. Beck, Warszawa 2007, s. 27–28.

5 Tamże, s. 72.

- prawo udziału i głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy,
- prawo żądania udzielenia informacji na walnym zgromadzeniu i/lub poza nim (z tego prawa można jednak skorzystać w ciągu dwóch tygodni od zakończenia walnego zgromadzenia),
- prawo do zaskarżania uchwał przyjętych przez walne zgromadzenie.

Akcje spółek publicznych są **zdematerializowane**, co oznacza, że akcja **nie istnieje fizycznie**. To jedynie zapis na dysku twardym komputera **Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, potwierdzający nabycie akcji**.

Warto pamiętać, że każda akcja ma określoną **wartość nominalną**, którą oblicza się przez podzielenie wartości majątku spółki na liczbę akcji emitowanych. Jednakże cena emisyjna **jest co najmniej równa bądź wyższa niż nominalna wartość akcji**. Akcje są również niepodzielne. Dokumenty wydawane mogą obejmować większą liczbę akcji. Praktyką jest, że akcje są przedmiotem **współwłasności**. W takiej sytuacji posiadacze akcji **wyznaczają wspólnego przedstawiciela, który reprezentuje ich interesy**, mimo to za świadczenia wynikające z akcji **odpowiadają solidarnie**.

Podziału akcji możemy dokonać przy uwzględnieniu poniższych kryteriów:

- ze względu na sposób przenoszenia własności: **imienne i na okaziciela**,
- ze względu na formę realizacji: **gotówkowe i aportowe**,
- ze względu na uprawnienia przypisane akcjonariuszom: **zwykłe i uprzywilejowane**.

Tak oto akcje imienne, których posiadaczami często są założyciele spółki, zawierają imię i nazwisko akcjonariusza. Zwyczajowo przekazywane są: za wkłady niepieniężne, mogą być wydane przed pełną wpłatą. Sprzedaż takiej akcji jest możliwa tylko w sytuacji złożenia pisemnego oświadczenia woli.

Akcje zwykłe i na okaziciela jako jedyne są dopuszczone do obrotu giełdowego w Polsce i ułatwiają procedurę ich przenoszenia na innego nabywcę. Akcjonariuszem jest ten, kto posiada akcję. Warto jednak dodać, że o ile statut spółki nie stanowi inaczej, można zamienić akcje imienne na akcje na okaziciela i odwrotnie, jednakże tylko wówczas, gdy takie żądanie zostanie złożone na piśmie przez akcjonariusza.

Kolejny rodzaj to akcje gotówkowe – wydawane są za wpłaty pieniężne, realizowane przez akcjonariuszy. Niezbędne jest jednak pokrycie minimum 4 części wartości nominalnej akcji. Akcje aportowe muszą być pokryte w całości już przed rejestracją spółki. Co więcej, są one akcjami imiennymi i akcjonariusz nie może ich ani zastawiać, ani zbywać aż do tego momentu, gdy walne zgromadzenie zatwierdzi sprawozdanie finansowe za dany rok.

Ostatni rodzaj to akcje zwykłe i uprzywilejowane. Pierwsze z nich są emitowane przez spółki akcyjne lub komandytowo-akcyjne i tylko one mogą być przedmiotem obrotu na giełdzie. Zwyczajowo akcje zwykłe dają prawo do głosu w liczbie posiadanych akcji. Drugie to akcje uprzywilejowane, przyznane akcjonariuszom reprezentującym spółkę. Jednakże akcjonariusz nie uzyskuje więcej niż trzy głosy na jeden udział. Może jednak pojawić się rozwiązanie, że akcje uprzywilejowane

w przypadku dywidendy będą miały prawo pierwszeństwa przed akcjami zwykłymi, chyba że umowa spółki stanowi o tym inaczej⁶.

Coraz częściej w obrocie giełdowym występują akcje renomowanych, znanych firm, określane jako **akcje blue chips**. Tego typu akcje choć mają dużą płynność, zapewniają stabilny kurs. Inny rodzaj to tzw. **akcje groszowe**, emitowane przez spółki o słabej kondycji finansowej, które chcą szybko pozyskać kapitał z rynku. Niestety, ich cechą charakterystyczną jest zmienność kursu, co wynika z faktu, iż często są przedmiotem spekulacji⁷.

I jeszcze jedna kwestia – czym różni się umorzenie akcji od unieważnienia akcji? Otóż umorzenie akcji to likwidacja dokumentu akcji, która jest połączona z wygaśnięciem praw udziałowych, jakie wynikały z akcji. Jednakże umorzenie akcji jest możliwe tylko wówczas, kiedy przewiduje to statut spółki. Chociaż warto pamiętać o tym, że akcja może być umorzona **dobrowolnie lub przymusowo**. W pierwszym przypadku niezbędna jest zgoda akcjonariusza, w drugim umorzenie może być realizowane bez zgody akcjonariusza.

Reasumując, przed inwestycją w akcje warto zwrócić uwagę na zalety i wady tego waloru. Z pewnością wśród zalet warto wskazać⁸ fakt, iż sami decydujemy, jakie akcje wybieramy, kiedy i w jaki sposób je nabywamy lub sprzedajemy, a jeśli ceny akcji rosną, otrzymujemy ponadprzeciętne zyski. Inwestowanie w akcje jest jednak obciążone pewnymi wadami. Oto niektóre z nich: wraz ze spadającym kursem nabytych przez nas akcji tracimy potencjalne zyski, nie mamy również gwarancji na pozyskanie regularnych zysków. Jeśli jednak wartość posiadanych akcji wzrośnie, musimy liczyć się z faktem, iż będziemy zmuszeni do zapłacenia podatku w wysokości 19% naliczonego od zysków giełdowych.

3.1.4. Fundusze venture capital

Venture capital to kapitał inwestowany w firmę na wczesnym etapie jej rozwoju. Jednakże zasilenie kapitałem jest możliwe w zamian za objęcie przez inwestora akcji lub udziałów firmy o wysokim potencjale wzrostu⁹. Proponowane projekty są jednak połączone z etapem rozwoju firmy, tj. etap koncepcji (*seed*, zasiew, załóżek), etap startu (*startup*, czyli wówczas gdy rozpoczynamy działalność

6 B. Kołosowska, *Finansowanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw...*, s. 94–119.

7 Por. O. Hart, L. Zingales, *Companies should maximize shareholder welfare not market value*, „Journal of Law, Finance, and Accounting” 2017, vol. 2, nr 2, s. 247–274.

8 Szerzej zob. W.B. Gartner, J.C. Frid, C. Alexander, *Financing the emerging firm*, „Small Business Economics” 2012, vol. 39, nr 3, s. 745–761. <https://doi-org-10041da601133.han3.lib.uni.lodz.pl/10.1007/s11187-011-9359-y>

9 D. Kobus-Ostrowska, *Determinanty konkurencyjności MSP w gospodarce rynkowej*, „Gospodarka Współczesna. Roczniki Naukowe UJK” 2014, vol. 1, nr 14, s. 114.

operacyjną mającą na celu weryfikację biznesową) lub etap wczesnej ekspansji (*early growth, early expansion, roll-out*)¹⁰.

Venture capital jest kierowany do podmiotów, co do których istnieje prawdopodobieństwo, że osiągną sukces rynkowy. Jednakże z uwagi na fakt, iż są to projekty obciążone wysokim ryzykiem, inwestorzy VC oczekują ponadprzeciętnych zwrotów z zainwestowanego kapitału¹¹. Venture capital finansuje następujące fazy działalności przedsiębiorstwa:

- finansowanie zasiewów – innowacyjny produkt, sposób produkcji bądź usługa znajduje się dopiero na etapie badań i rozwoju;
- finansowanie fazy startu – produkty firmy są rozwijane do dojrzałości produkcyjnej bądź rynkowej;
- finansowanie fazy pierwszej – rozbudowa zdolności wytwórczych oraz wprowadzenie na rynek wyrobów nowych, o dotychczas niespotykanych cechach użytkowych;
- finansowanie fazy drugiej – dokapitalizowanie przedsięwzięcia i ukierunkowanie go na dalszy rozwój;
- finansowanie fazy trzeciej i czwartej – produkt osiągnął dojrzałość rynkową.

Podmiot venture capital często realizuje finansowanie udziałowe w postaci: finansowania bezpośredniego lub finansowania pośredniego. Pierwszy rodzaj finansowania odbywa się poprzez zakup udziałów w przedsiębiorstwie. Ta formuła realizowana jest bezpośrednio przez inwestorów¹². Zazwyczaj inwestorami są osoby prywatne lub grupy osób z kręgu rodziny bądź są to znajomi przedsiębiorcy, który poszukuje kapitału. Drugi rodzaj zorientowany jest na fundusz. Jednakże widoczna jest tu dywersyfikacja kapitału inwestora. Swoim kapitałem zasila on bowiem różne projekty pochodzące z różnych branż i na różnych etapach rozwoju¹³.

Fundusze venture capital mogą być zakładane w różnych formach prawnych, najczęściej jednak działają w formie spółki komandytowej. Utworzona spółka komandytowa może mieć również postać spółki, w której komplementariuszem będzie spółka z o.o.¹⁴ Poza tym fundusze typu venture capital przyjmują postać: spółki akcyjnej, z o.o., a nawet komandytowo-akcyjnej.

Poniżej zaprezentowano kilka sposobów finansowania przedsięwzięć realizowanych przez fundusz venture capital¹⁵:

10 H. Waniak-Michalak, *Wsparcie małych i średnich przedsiębiorstw przez organizacje niedziałające dla zysku. Znaczenie. Ewidencja. Raportowanie*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2015, s. 91–97.

11 J. Huang, C. Sialm, H. Zhang, *Risk-shifting and mutual fund performance*, „Review of Financial Studies” 2011, vol. 24, s. 2575–2616.

12 B. Kołosowska, *Finansowanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw...*, s. 55.

13 M. Cremers, A. Petajisto, *How active is your fund manager? A new measure that predicts performance*, „Review of Financial Studies” 2009, vol. 22, s. 3329–3365.

14 A. Kidyba, *Prawo handlowe*, Warszawa 2008, s. 89.

15 A. Skowronek-Mielczarek, *Małe i średnie przedsiębiorstwa...*, s. 53–54.

- spółka venture capital angażuje posiadany kapitał w przedsiębiorstwo, pozyskuje w ten sposób udziały w nim, nie oczekuje jednak ani oprocentowania za powierzone środki, ani nie wymaga dodatkowych zabezpieczeń,
- spółka venture capital odpowiada za działalność przedsiębiorstwa tylko w wysokość wniesionego wkładu,
- spółka venture capital pomaga w zarządzaniu przedsiębiorstwem.

Gdy inwestor venture capital staje się współnikiem – przejmuje na siebie ryzyko inwestycji. Dąży zatem do: rozwoju firmy i wzrostu jej wartości w ciągu kilku następnych lat. Fundusze venture capital często tworzone są przez inwestorów publicznych (agencje rządowe, władze lokalne) bądź prywatnych. Można wymienić tu: banki, deweloperów, towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne czy osoby fizyczne. Z jednej strony inwestor zobowiązuje się do: dostarczenia kapitału oraz wsparcia menedżerskiego. Z drugiej zaś właściciel spółki zgadza się na: utratę części władzy w spółce, ewentualne zmiany sposobu zarządzania firmą i konieczność ustalania z funduszem istotnych decyzji oraz informowanie o zdarzeniach, które mają wpływ na jej działalność, a także terminowe raportowanie wyników finansowych spółki.

Istnieją dwie formy dokonywania inwestycji venture capital. Pierwszą formą są inwestycje bezpośrednie. Inwestorami są osoby prywatne bądź ich grupy. Najczęściej pochodzą z rodziny lub znajomych przedsiębiorcy poszukującego kapitału. Inwestycje bezpośrednie w pewnym stopniu tworzą szary rynek kapitału własnego, nie podlegają unormowaniu prawnemu, ale bywają instrumentem różnego typu nadużyć¹⁶. Drugą formą realizacji inwestycji venture capital jest finansowanie pośrednie. W praktyce przeważają tego typu inwestycje. Dokonywane są przez instytucje wyspecjalizowane – fundusze venture capital¹⁷.

Kapitał ten ma jednak wysoką cenę. Inwestor oczekuje od firmy, iż wprowadzona w życie inwestycja przyczyni się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa. W tej sytuacji podmiot publiczny bądź prywatny, który reprezentuje venture capital, jest wymagającym inwestorem i udziałowcem. Jego przedstawiciele tworzą radę nadzorczą i mają istotny wpływ na szereg podejmowanych decyzji.

Wydaje się, że pozyskiwanie funduszy venture capital [...]

jest mniej dostrzegalne przez polskich przedsiębiorców niż pozyskiwanie własnego kapitału przez emisję akcji. Spółki akcyjne i komandytowo-akcyjne mogą to czynić na alternatywnym rynku giełdowym New Connect. To rynek, który został uruchomiony z myślą o młodych, dynamicznych firmach o dużym potencjale wzrostu, które poszukują kapitału na rozwój, a nie posiadają

16 R. Hanisz (red.), *Niekonwencjonalne źródła i formy finansowania przedsiębiorstw*, Wyższa Szkoła Biznesu w Dąbrowie Górniczej, Dąbrowa Górnicza 2006, s. 53–70.

17 G. Bruton, S. Khavul, D. Siegel, M. Wright, *New financial alternatives in seeding entrepreneurship: Microfinance, crowdfunding, and peer-to-peer innovations*, „Entrepreneurship Theory and Practice” 2015, vol. 38, nr 15, s. 9–26. <https://doi-org-10041da601133.han3.lib.uni.lodz.pl/10.1111/etap.12143>

dostatecznie długiej historii działalności, aby uzyskać finansowanie za pomocą kredytu bankowego czy leasingu¹⁸.

Przystąpienie do venture capital przynosi wiele zysków:

- inwestor dostarcza sieć kontaktów biznesowych, a także umożliwia dostęp do nowoczesnej technologii,
- fundusz venture capital zaangażowany w przedsięwzięcie wpływa na poprawę wizerunku firmy,
- możliwość realizacji przedsięwzięć o znacznym ryzyku w kilku fazach: projektowania produktu bądź usługi (*seed financing*), zakładania firmy (*start-up financing*),
- pozytywny sygnał dla banków obsługujących firmę, której kondycja finansowa została sprawdzona przez fundusz, a zamierzenia biznesowe przez nią podejmowane są realne.

Korzystanie z funduszy venture capital ma także wady. Poniżej kilka z nich:

- nieunikniona staje się zmiana struktury kapitałowej firmy – co przejawia się poprzez konieczność podziału wypracowanego zysku i podziału władzy pomiędzy zaangażowanymi stronami,
- kapitał wniesiony do podmiotu venture capital generuje zyski nie tylko dla przedsiębiorcy, ale również dla funduszu,
- właściciel często wyraża zgodę na wdrożenie procedur operacyjnych i organizacyjnych oraz okresowe raportowanie.

3.1.5. Fundusze europejskie

Unia Europejska posiada własny budżet, z którego finansowane są wszystkie podejmowane działania. Nadrzędnym celem jest więc rozwiązywanie wspólnych problemów przy wykorzystaniu wspólnych, dostępnych i przeznaczonych na ten cel środków. Jednakże istotnym kryterium podziału środków dostępnych w ramach Unii Europejskiej i rozdysponowania ich na poszczególne państwa członkowskie jest poziom produktu krajowego brutto (PKB) na mieszkańca. Mianowicie regiony, w których poziom PKB na mieszkańca jest w granicach 75–90% średniego poziomu unijnego, zalicza się do regionów w okresie przejściowym. Natomiast te, w których PKB na mieszkańca osiąga 90% lub więcej średniej unijnej, otrzymują miano „rozwinętych”. Warto również dodać, że poza przyjętym i akceptowanym przez wszystkie kraje UE kryterium podziału funduszy, jakim jest poziom PKB na mieszkańca, wielkość środków, jakie zostają przyznane danemu państwu, zależy od szeregu innych zmiennych. Każdorazowo jednak są one przedmiotem negocjacji z Komisją Europejską. Dzięki wsparciu UE można realizować projekty obejmujące swym zasięgiem bardzo szerokie spektrum działalności firmy,

18 D. Kobus-Ostrowska, *Determinanty konkurencyjności MSP...*, s. 115.

np. informatyczne, ekologiczne, a także ukierunkowane na rozwój poza granicami (udział w targach i misjach gospodarczych). Fundusze można przeznaczyć również na termomodernizację budynków firmy, wprowadzanie energooszczędnych technologii czy przebudowę linii produkcyjnej. Dofinansowanie na ww. cele można pozyskać w jednym z 16 dostępnych programów regionalnych, a jeśli firma prowadzona jest na wschodzie Polski – w Programie Polska Wschodnia. W tym miejscu warto dodać, że Unia Europejska udostępnia również tzw. instrumenty zwrotne, czyli pożyczki i kredyty. To środki, z których mogą korzystać zarówno przedsiębiorcy, jak i samorządy.

Dla osób otwierających działalność gospodarczą lub też podmiotów, które pragną umocnić swoją pozycję na rynku, przygotowano wiele programów. Poniżej wybrane z nich:

- **Wsparcie dla tzw. startupów** – Inicjatywa JEREMIE (Joint European Resources for Micro-to-Medium Enterprises). Z tej inicjatywy mogą korzystać przede wszystkim firmy, które rozpoczynają działalność gospodarczą, jednakże nie posiadają historii kredytowej ani wymaganych zabezpieczeń;
- **Program COSME** – program ramowy na rzecz konkurencyjności MSP. Ma na celu: wzmocnienie konkurencyjności małych i średnich podmiotów, promowanie kultury przedsiębiorczości, a także wspieranie w zakresie tworzenia miejsc pracy na rynku europejskim;
- **Gwarancje de minimis** – to cenna forma zabezpieczenia kredytu, gwarancja udzielona beneficjentowi to poręczenie dla banku, że odzyska on powierzono środki, gdyby kredytobiorca nie spłacił kredytu w terminie określonym w umowie.

Z pewnością dzięki uzyskaniu dostępu do funduszy europejskich wiele polskich małych i średnich przedsiębiorstw ma możliwość rozbudowy i modernizacji, a także poprawy swojego potencjału ekonomicznego i zwiększenia konkurencyjności¹⁹. Jednakże przed aplikowaniem o fundusze europejskie warto jeszcze raz przeanalizować ich zalety i wady. Wśród zalet często wymienia się: niskie koszty pozyskania kapitału, bezzwrotność środków, chyba że zostały wykorzystane niezgodnie z przeznaczeniem, oraz zachęcenie firm do myślenia perspektywicznego i sporządzenia szczegółowego planowania rozwoju. Wadami dotacji unijnych są jednak: skomplikowana procedura złożenia wniosku, długi czas, jaki upływa od momentu złożenia wniosku o dofinansowanie projektu do uzyskania ostatecznej decyzji potwierdzającej jego przyznanie, mała elastyczność w zakresie wydawania pieniędzy, często konieczność posiadania wkładu własnego.

19 Tamże, s. 119.

3.2. Zewnętrzne obce źródła finansowania przedsiębiorstwa

Finansowanie kapitałem obcym jest bardzo elastyczne²⁰. Stwarza szanse na realizację tych przedsięwzięć, które nie są możliwe dla przedsiębiorstwa, gdyż przekraczają jego zdolności finansowe²¹.

3.2.1. Kredyt bankowy

Istotnym źródłem finansowania kapitału obcego jest kredyt bankowy. To środki pieniężne udostępnione kredytobiorcy z przeznaczeniem na określony cel i czas, przy równoczesnym zobowiązaniu się kredytobiorcy do ich zwrotu²². W literaturze często wymieniane są: kredyty długoterminowe i krótkoterminowe. Krótkoterminowe kredyty, zwane obrotowymi, udzielane są na pokrycie środków obrotowych kredytobiorcy: na zakup surowców, towarów, wypłatę wynagrodzeń czy regulowanie zaległości podatkowych²³. Przykładami kredytu krótkoterminowego są:

- kredyt w rachunku bieżącym – udzielany jest podmiotom posiadającym rachunek bieżący w danym banku,
- kredyt w rachunku kredytowym – może przybierać wieloraką postać: celowy, sezonowy, na pokrycie wymagalnych zobowiązań czy specjalna linia kredytowa. Każdorazowo tworzony jest specjalny rachunek, gdzie rejestrowane są spłaty i wypłaty. Tych rachunków jest tyle, ile kredytów posiada przedsiębiorstwo²⁴.

Oferta kredytów na rynku jest bardzo bogata i zależy od celu, na jaki chcemy przeznaczyć pieniądze. Długoterminowe kredyty bankowe mogą być zaciągane w celu finansowania inwestycji związanych z powiększaniem i modernizacją przedsiębiorstwa, np. na zakup nieruchomości, maszyn czy urządzeń. Otrzymanie tego rodzaju kredytu poprzedzone jest wnikliwą analizą zdolności kredytowej firmy i jej uwarunkowań udziału kapitału własnego. Poniżej przykład obliczenia rat malejących i stałych dla kredytu na okres 12 lat.

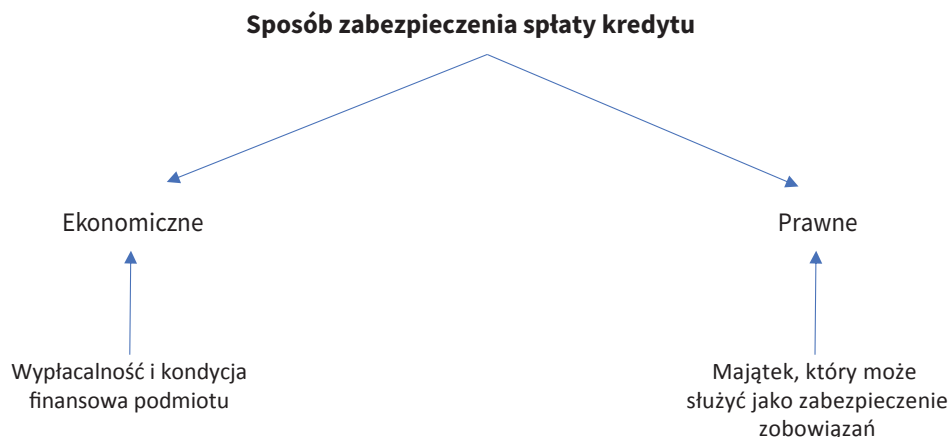
20 T. Łuczka, *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 61.

21 J. Grzywacz (red.), *Źródła finansowania działalności rozwojowej przedsiębiorstw w Polsce*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2016, s. 127.

22 D. Kobus-Ostrowska, *Determinanty konkurencyjności MSP...*, s. 115.

23 D. Vera, K. Onji, *Changes in the banking system and small business lending*, „Small Business Economics” 2010, vol. 34, nr 3, s. 293–308. <https://doi-org-10041da601133.han3.lib.uni.lodz.pl/10.1007/s11187-008-9119-9>

24 M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 256–258.



Rysunek 8. Zabezpieczenie spłaty kredytu
Źródło: opracowanie własne.

Przykład 4. Wyznacz raty kapitałowo-odsetkowe kredytu malejące (dwie pierwsze raty) oraz raty stałe (annuitetowe), wiedząc, że²⁵:

- kwota zaciągniętego kredytu (kwota początkowa) = 200 000 zł
- oprocentowanie w skali roku = 4,5%
- okres kredytu = 10 lat
- liczba rat w roku = 12

Raty malejące

Pierwsza rata:

część kapitałowa = $200\,000 / (10 \times 12) = 1666,67$ zł

część odsetkowa = $200\,000 \times 4,5\% / 12 = 750$ zł

rata = $1666,67 + 750 = 2416,67$ zł

Druga rata:

część kapitałowa = $200\,000 / (10 \times 12) = 1666,67$ zł

część odsetkowa = $(200\,000 - 1666,67) \times 4,5\% / 12 = 198\,333,33 \times 0,375\% = 743,75$ zł

rata = $1666,67 + 743,75 = 2410,42$ zł

itd.

Raty stałe

$$Rata = S \times q_n \times \frac{q - 1}{q^n - 1}$$

S – kwota uzyskanego kredytu

n – liczba rat

q – współczynnik równy $1 + (r/m)$, gdzie

²⁵ E. Brzuska, I. Kukulak-Dolata, M. Nyk, *Ekonomia społeczna. Teoria i praktyka przedsiębiorczości społecznej*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2017, s. 78.

r – oprocentowanie kredytu m – liczba rat w okresie, dla którego obowiązuje oprocentowanie „ r ”. Najczęściej oprocentowanie podawane jest w skali roku, a raty płacone są co miesiąc, więc „ m ” wtedy jest równe 12.

$$q = 1 + (4,50\% / 12) = 1,00375$$

$$\text{Rata} = 200\ 000 \times 1,00375^{120} \times (1,00375 - 1) / (1,00375^{120} - 1) = 200\ 000 \times 1,566993 \times 0,00375 / 0,56 = 2098,64 \text{ zł}$$

3.2.2. Leasing

Leasing to źródło finansowania kapitałem obcym, które cieszy się dużą popularnością wśród firm²⁶. Szczególnie wówczas, gdy podmioty nie dysponują własnymi środkami finansowymi bądź mają trudności w uzyskaniu kredytu bankowego²⁷.

Leasing można podzielić na bezpośredni i pośredni. Leasing bezpośredni występuje wówczas, gdy dawcą leasingu jest właściciel przedmiotu lub producent. Owa transakcja ma tylko dwie strony: dawcę i biorcę – inaczej użytkownika przedmiotu leasingu²⁸. Natomiast leasing pośredni ma miejsce wówczas, gdy właściciel przedmiotu nie jest ostatecznym beneficjentem, a jedynie podmiotem, który finansuje zlecenie²⁹. Właściciel na zamówienie biorcy szuka dostawcy przedmiotu i finansuje zakup, stając się pośrednikiem, tzw. firmą leasingową, która sama na zasadzie leasingu oddaje przedmiot klientowi³⁰. Z teoretycznego punktu widzenia klasyfikacji leasingu można dokonywać, uwzględniając poziom poniesionych kosztów. Istnieje bowiem leasing z pełnym lub niepełnym pokryciem kosztów. Mianowicie leasing z pełnym pokryciem kosztów dotyczy umów leasingu finansowego, w którym istotne znaczenie odgrywają koszty nabycia przedmiotu, odsetki od kredytu, koszty utrzymania przedmiotu w stanie gotowości eksploatacyjnej oraz skumulowanie zysku dawcy. Zaś leasing z niepełnym zwrotem kosztów dotyczy umów leasingu operacyjnego i odnosi się do dawcy. Przedmiot leasingu musi podlegać wielokrotnym umowom, by pokryć wydatki, jakie poniósł dawca na jego zakup. Raty leasingowe obejmują wartość użytkowanego obiektu, linii technologicznej, przypadającą na okres leasingu oraz wynagrodzenie dla leasingodawcy w postaci odsetek³¹.

26 J. Szlęzak-Matusewicz, P. Felis (red.), *Finansowanie przedsiębiorstwa. Ujęcie teoretyczne i praktyczne*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2014.

27 P. Russel, *Leasing*, [w:] J. Szlęzak-Matusewicz, P. Felis (red.), *Finansowanie przedsiębiorstwa...*, s. 186–193.

28 A. Skowronek-Mielczarek, *Małe i średnie przedsiębiorstwa...*, s. 80.

29 T. Łuczka, *Kapitał obcy...*, s. 165–168.

30 A. Skowronek-Mielczarek, *Małe i średnie przedsiębiorstwa...*, s. 80.

31 D. Kobus-Ostrowska, *Determinanty konkurencyjności MSP...*, s. 116.

W praktyce gospodarczej najważniejsze formy leasingu to³²: leasing finansowy, leasing operacyjny, leasing zwrotny.

Leasing finansowy, inaczej kapitałowy lub inwestycyjny, ma charakter długoterminowy. Dotyczy dóbr o większej wartości niż w przypadku umów leasingu operacyjnego, dlatego też nie ma możliwości wypowiedzenia ich przed terminem obowiązywania. W tym przypadku: koszty eksploatacji urządzenia ponosi leasingobiorca, istnieje możliwość przejęcia danego dobra przez leasingobiorcę po okresie umowy, leasingobiorca ma możliwość dokonywania odpisów amortyzacyjnych, jeśli wykazuje wartość przedmiotu w bilansie, a rata leasingowa nie jest kosztem uzyskania przychodu, dlatego nie zmniejsza podstawy opodatkowania³³.

Leasing operacyjny – eksploatacyjny lub bieżący – polega na powierzeniu danego dobra na dany czas, który jest krótszy od okresu pełnej amortyzacji dobra, dlatego przedmiot może być wielokrotnie leasingowany. W ramach tej formy leasingu: leasingobiorca zobowiązany jest do płacenia rat leasingowych, których wysokość składa się z rat wartości urządzenia i oprocentowania tej wartości, raty są kosztem uzyskania przychodu dla biorcy, to dawca ponosi koszty napraw, serwisu technicznego i ubezpieczenia przedmiotu, jednakże leasingodawca, będąc właścicielem, wykazuje dane urządzenie w bilansie, dlatego również dokonuje odpisów amortyzacyjnych³⁴.

Leasing zwrotny to sprzedaż wytworzonego dobra spółce leasingowej. Z takiej formy korzystają przedsiębiorstwa, które nie mają płynności finansowej. Sprzedaż środka produkcji firmie leasingowej umożliwia przedsiębiorstwu natychmiastowy przyływ gotówki.

Zgodnie z umową leasingodawca na cały okres trwania umowy jest właścicielem przedmiotu leasingu, dlatego nie są wymagane żadne zabezpieczenia. Leasing pozwala na wprowadzenie nowych technologii. Przedsiębiorca zaś korzystający z leasingu może podejmować szybkie, czasem ryzykowne decyzje rozwojowe, nie korzystając z kapitału własnego.

Analizując leasing, warto zwrócić uwagę na jego aspekty prawne i ekonomiczne, w tym na: formę prowadzenia księgowości, formę prawną przedsiębiorstwa, dostępne ulgi podatkowe oraz przyspieszoną amortyzację. Poniżej kilka istotnych zalet leasingu:

- stanowi instrument finansowania potrzeb firmy,
- sprzyja inwestycjom przy niskich środkach własnych,
- pozwala na łatwy dostęp do środków produkcji przy braku zasobów,
- umożliwia dostosowanie własnych potrzeb i oczekiwań biorcy,
- daje możliwość pozyskania kapitału o stałym oprocentowaniu,

32 E. Ważna, A. Surma-Syta, *Leasing jako zewnętrzne źródło finansowania rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw*, [w:] *Zarządcze determinanty funkcjonowania podmiotów gospodarczych*, M. Miszczuk, M. Sosińska-Wit (red.), Wydawnictwo Politechniki Lubelskiej, Lublin 2019, s. 86–95.

33 A. Skowronek-Mielczarek, *Małe i średnie przedsiębiorstwa...*, s. 82.

34 Także, s. 82.

- nie wpływa na wzrost zadłużenia firmy biorcy,
 - zwiększa płynność finansową firmy,
 - generuje korzyści bilansowe i podatkowe dla biorcy³⁵.
- Poniżej przykład prezentujący sposób obliczania raty leasingowej.

Przykład 5. Wyznacz ratę leasingową, wiedząc, że: płatności występują co miesiąc przez 36 miesięcy, oprocentowanie roczne wynosi 10%, wartość przedmiotu leasingu (po opłatach wstępnych) wynosi 50 000 zł, wartość wykupu jest równa 1% wartości przedmiotu leasingu (czyli 500 zł).

Ratę leasingową (r) wyznaczamy według poniższego wzoru:

$$r = \frac{wp - \frac{wr}{(1+r)^n}}{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}$$

gdzie:

R_1 – rata leasingowa,

wp – wartość początkowa leasingu po odjęciu opłat wstępnych,

wr – wykup leasingu,

n – liczba rat miesięcznych,

r – oprocentowanie w skali roku

$$r = \frac{50.000 - \frac{500}{(1 + 1\%)^{36}}}{1 - \frac{1}{(1 + 1\%)^{36}}} = 1655,01 \text{ zł}$$

3.2.3. Fundusze pożyczkowe

Fundusz pożyczkowy – to instytucja, która nie jest bankiem. Fundusze pożyczkowe funkcjonują na podstawie kodeksu cywilnego oraz kodeksu spółek handlowych. Zazwyczaj fundusze prowadzą instytucje typu non-profit, które zajmują się wspieraniem rozwoju przedsiębiorczości³⁶. Dlatego też są dokapitalizowane głównie ze środków publicznych (środków UE, budżetu państwa czy też środków własnych). Ich oferta skierowana jest do firm, którym brakuje środków finansowych na realizację przedsięwzięć³⁷.

35 R.N. Hanisz (red.), *Niekonwencjonalne źródła i formy finansowania...*, s. 129–134.

36 H. Waniak-Michalak, *Wsparcie małych i średnich*, Difin, Warszawa 2015, s. 48–56.

37 N.C. Brown, K.D. Wei, R. Wermers, *Analyst recommendations, mutual fund herding, and over-reaction in stock prices*. „Management Science” 2014, 60, s. 1–20, a także D. Vera, K. Onji, *Changes in the banking system...*, s. 293–308.

Fundusze udzielają pomocy finansowej w formie: preferencyjnych pożyczek dla MSP lub dla osób, które rozpoczynają działalność gospodarczą. To alternatywa dla przedsiębiorców, którzy chcą pozyskać kapitał zewnętrzny na realizację swojego przedsięwzięcia³⁸. Poniżej umieszczono wymagania, jakie powinny spełnić firmy ubiegające się o wsparcie:

- posiadać status MSP,
- spełniać kryterium lokalizacji co do siedziby lub miejsca prowadzenia działalności,
- mieć jasno sprecyzowany cel przeznaczenia pożyczki,
- wykazać minimalny okres funkcjonowania firmy – tylko w wybranych funduszach,
- prowadzić działalność gospodarczą w określonej branży – tylko w wybranych funduszach.

Fundusze pożyczkowe udostępniają środki z przeznaczeniem na cele związane z podjęciem, prowadzeniem i rozwojem działalności gospodarczej³⁹. Wymienia się tu: wdrażanie nowych rozwiązań technologicznych, zakup maszyn i urządzeń, rozbudowę, obiektów produkcyjnych czy handlowych, a nawet kupno materiałów i surowców, które będą istotne do realizacji proponowanego we wniosku przedsięwzięcia. Warto jednak pamiętać o tym, że pożyczka może być udzielona na cele: inwestycyjne, obrotowe lub inwestycyjno-obrotowe. Maksymalna kwota pożyczki to z reguły 120 000 zł na jeden cel. Okres spłaty pożyczki to najczęściej od 24 do 36 miesięcy. Dopuszczalny jest jednak 6-miesięczny okres karencji w spłacie rat kapitału. Wymagany jest jednak minimalny wkład własny pożyczkobiorcy, który wynosi 20% wartości proponowanego przedsięwzięcia. Oprocentowanie pożyczek uzależnione jest od stóp rynkowych i jest nie niższe niż stopa referencyjna (ustalana zgodnie z metodologią określoną w komunikacie Komisji Europejskiej). Zwyczajowo do przyznanej pożyczki ustalana jest dodatkowa opłata manipulacyjna, która w zależności od stopnia ponoszonego ryzyka czy branży oscyluje w granicach od 1 do 3%.

Przy umowie pożyczki występują dwie strony: pożyczkodawca – czyli fundusz pożyczkowy, pożyczkobiorca – czyli osoba lub instytucja pobierająca pożyczkę, np. przedsiębiorstwo. Aby otrzymać pożyczkę potencjalny pożyczkobiorca musi nie tylko spełniać wymogi formalne, ale również musi złożyć wymagane przez dany fundusz dokumenty, takie jak: wniosek o pożyczkę, informację dotyczącą proponowanego przedsięwzięcia, oświadczenie majątkowe itp.

38 W.B. Gartner, C.J. Frid, J.C. Alexander, *Financing the emerging...*, s. 745–761.

39 G. Cassar, *The financing of business start-ups*, „Journal of Business Venturing” 2004, vol. 19, nr 2, s. 261–283. [https://doi-org-10041da601133.han3.lib.uni.lodz.pl/10.1016/S0883-9026\(03\)00029-6](https://doi-org-10041da601133.han3.lib.uni.lodz.pl/10.1016/S0883-9026(03)00029-6)

3.2.4. Obligacje

Obligacja – to dłużny papier wartościowy emitowany w seriach. Emitentem obligacji jest Skarb Państwa, bank, przedsiębiorstwo, instytucja finansowa lub samorząd.

W praktyce emisja obligacji może być przeprowadzana w drodze oferty publicznej lub prywatnej. Oferty publiczne skierowane są do szerokiego kręgu inwestorów. To swoista alternatywa do zaciągnięcia kredytu bankowego lub pożyczki, realizowana przez emitenta. W uzasadnionych przypadkach może okazać się tańsza i łatwiejsza do przeprowadzenia niż pozyskanie kredytu. Warto zwrócić uwagę na fakt, iż to emitent decyduje o: wysokości oprocentowania, częstotliwości wypłaty odsetek, a nawet wcześniejszej częściowej lub całkowitej spłacie obligacji. Z kolei obligatariusz może uczestniczyć w finansowaniu przedsięwzięć, w zamian otrzymuje odsetki często znacznie wyższe niż oprocentowanie lokat bankowych.

Na przykład obligacja korporacyjna (obligacja przedsiębiorstwa), która interesuje nas z punktu widzenia podejmowanej w publikacji tematyki, to dłużny papier wartościowy. Obligacje korporacyjne mogą być emitowane jako walory krótko-, średnio- oraz długoterminowe⁴⁰. Emisja obligacji pozwala przedsiębiorstwu na pozyskanie środków finansowych, które przeznaczy na realizację inwestycji, zazwyczaj długoterminowych. Wyróżniamy: obligacje o stałym oprocentowaniu, obligacje o zmiennym oprocentowaniu, obligacje indeksowane oraz obligacje zero-kuponowe. Tak więc w ramach **obligacji o stałym oprocentowaniu** emitent przyjmuje na siebie obowiązek wypłaty regularnych płatności odsetkowych, dlatego też obligatariusz otrzymuje w całym okresie odsetkowym identyczną co do wartości kwotę odsetek. Cechą tych obligacji jest fakt, iż zapewniają zysk o stałej wysokości, również w warunkach spadających stóp procentowych. W przypadku obligacji o zmiennym oprocentowaniu emitent przyjmuje na siebie obowiązek wypłaty regularnych płatności odsetkowych o zmiennej wysokości. Najczęściej posługuje się stawką WIBOR, to stawka referencyjna – zwykle powiększana o stałą wysokość zwaną marżą odsetkową (co stanowi premię dla nabywcy obligacji).

Obligacje indeksowane to przykład obligacji o zmiennym oprocentowaniu, dla których nie tylko wartość, ale również odsetki, jakie otrzyma posiadacz w momencie wykupu, są zwyczajowo indeksowane. Istnieją również **obligacje zerokuponowe**. To obligacje, których cena emisyjna jest niższa niż cena nominalna⁴¹. Dochód inwestora stanowi różnica, jaką osiąga, w sytuacji gdy cena emisyjna jest znacznie niższa niż cena nominalna. Wielkość otrzymanego w ten sposób dyskonta zależy co najmniej od dwóch zmiennych. Pierwsza to termin zapadalności obligacji (im dłuższy termin, tym dyskonto większe), druga to często subiektywna ocena emitenta dokonywana przez inwestorów⁴². Szczególną cechą obligacji

40 M. Al-Kaber, *Emisja obligacji jako instrument pozyskania kapitału przedsiębiorstwa*, „Equilibrium. Zeszyty Naukowe WSE” 2018, vol. 1, nr 2, s. 18–23.

41 R.N. Hanisz (red.), *Niekonwencjonalne źródła i formy finansowania...*, s. 83.

42 Por. B. Kotosowska, *Finansowanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw...*, s. 94–119.

zerokuponowych, podobnie jak obligacji o stałym oprocentowaniu, jest możliwość ustalenia wartości zysku w momencie wykupu⁴³.

Reasumując, każdorazowo przed podjęciem decyzji o inwestowaniu w obligacje korporacyjne warto zastanowić się nad zaletami i wadami tego waloru. Wśród zalet wskazuje się, iż⁴⁴: termin ich spłat wynosi kilka lub kilkanaście lat, a odsetki są odliczone od podstawy opodatkowania, co ma miejsce wówczas, gdy obligacje są dobrze zabezpieczone. Wadą obligacji jest wysoki koszt, jaki wiąże się z zabezpieczeniem emisji obligacji, co często ogranicza możliwość realizacji innych inwestycji, które z powodzeniem mógłby wdrożyć emitent obligacji. Emisja obligacji ma z natury charakter publiczny, jej monitorowanie i kontrola pochłaniają znacznie większe koszty przedsiębiorstwa (emitenta) niż ma to miejsce w sytuacji, gdy ten podmiot pozyskuje kredyt długoterminowy w banku.

3.2.5. Kredyt kupiecki

Kredyt kupiecki to płatność o odroczonym terminie, z którą wiążą się dodatkowe koszty w formie skonta. Kredyt kupiecki funkcjonuje jako kredyt dostawcy lub odbiorcy. Tak oto kredyt dostawcy udzielany jest na zasadzie odroczonego terminu zapłaty za towary bądź usługi, a koszty najczęściej są już wliczone w cenę. Biorca takiego kredytu może również otrzymać tzw. skonto, czyli rabat za zapłacenie gotówką lub też we wcześniejszym terminie niż ustalony na fakturze⁴⁵. Natomiast kredyt odbiorcy w praktyce funkcjonuje jako zaliczka i przedpłata. Chociaż w przypadku przedpłaty nie ustala się zabezpieczeń owego dobra i nie ma możliwości oceny wiarygodności i zdolności kredytowej biorcy⁴⁶. Zaliczki stanowią gwarancję odbioru wytworzonych produktów, bez nich trudno byłoby utrzymać płynność finansową przedsiębiorstwa. Przedpłata często traktowana jest jako substytut kredytu krótkoterminowego, poprawiającego płynność finansową firmy. Motywy korzystania z kredytu kupieckiego dla nabywcy towaru lub usługi są jednak różne⁴⁷. Uważa się, że kredyt kupiecki jest jednym ze sposobów zmniejszenia należności i przyspieszenia przepływu gotówki do przedsiębiorstwa⁴⁸. Kredyt kupiecki, inaczej kredyt handlowy, udzielany jest

43 J. Mazurek, *Obligacje korporacyjne na Catalyst. Przewodnik dla potencjalnych emitentów*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2013, s. 3, www.gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy_do-pobrania/Catalyst_broszura-korporacyjne.pdf (dostęp: 12.06.2020).

44 R.N. Hanisz (red.), *Niekonwencjonalne źródła i formy finansowania przedsiębiorstw...*, s. 81–86.

45 B. Piasecki, *Ekonomia i zarządzanie małą firmą*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Łódź 2001, s. 498.

46 A. Skowronek-Mielczarek, *Małe i średnie przedsiębiorstwa...*, s. 33.

47 K. Kreczmańska-Gigol, *Kredyt kupiecki*, [w:] J. Szlęzak-Matusiewicz, P. Felis (red.), *Finansowanie przedsiębiorstwa...*, s. 152.

48 M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 192–193.

przez sprzedawcę nabywcy. To zwyczajowa forma, w której następuje odroczenie terminu zapłaty. Kredyt kupiecki to samoregulujące się źródło finansowania – pozwala bowiem na możliwość zakupu niezbędnych produktów przy odroczeniu płatności na późniejszy termin, ustalony wraz z dostawcą⁴⁹. Dla dostawców sprzedaż na kredyt to instrument nie tylko zwiększenia sprzedaży, ale również i zysku. To zachęta dla klientów, którzy nie dysponują odpowiednią gotówką. Warto dodać, że z kredytu kupieckiego korzystają przedsiębiorstwa, których sytuacja finansowa nie pozwala na zaciągnięcia kredytu bankowego. Okazuje się zatem, że kredyt kupiecki to dla nich źródło pozyskiwania środków na finansowanie bieżącej działalności, zwłaszcza gdy kapitał własny, jakim dysponują, jest zbyt ograniczony. Dodatkowo dostawcy, aby pozyskać nowych klientów, często wydłużają okres kredytowania. Dlatego też kredyt kupiecki to chętnie stosowana forma rozliczeń między przedsiębiorcami. Kupującemu gwarantuje pozyskanie odpowiednich surowców czy półproduktów, a sprzedawcy szybszy obrót towarami.

W praktyce istnieją dwie strategie zaciągania kredytów kupieckich⁵⁰: pierwsza to negocjowanie jak największych i najkorzystniejszych obniżek cenowych; druga to wynegocjowanie jak najdłuższych terminów odroczenia zapłaty.

Każdorazowo jednak warunki udzielania kredytu kupieckiego należy określać indywidualnie bądź systemowo. Tak więc metoda indywidualna oznacza, że wiarygodność każdego kontrahenta jest sprawdzana osobno, a następnie ustalane są indywidualne warunki dla udzielenia kredytu. Natomiast metoda systemowa odbywa się poprzez podział kontrahentów na kategorie, od których to uzależnione są istotne warunki, na jakich udzielany będzie kredyt kupiecki.

Kredyt handlowy to dobra praktyka biznesowa⁵¹. A uzgodnione późniejsze terminy płatności i rabaty to element budowania relacji z partnerami w interesach. Niestety, jeśli pojawią się nierówności w pozycji biznesowych przedsiębiorców, podmiotowi o słabszej kondycji grozi przyjęcie zobowiązań, które są z reguły znacznie wyższe niż jego możliwości finansowe. W tej sytuacji wzrost przeterminowanych płatności spowoduje istotne trudności w utrzymaniu przez niego bieżącej płynności finansowej. Ostatecznie skrajną sytuacją będzie narastanie tzw. złych długów. To może prowadzić do upadłości przedsiębiorstwa. W tej sytuacji bankructwa podmiotów, powiązanych finansowo będą miały charakter lawinowy, co wywoła kolejną falę tzw. „złych długów”. Tym razem mogą przybrać formę: efektu domina i efektu pętli finansowej⁵².

Kredyt kupiecki, choć pociąga za sobą wysokie ryzyko finansowe, to dobre rozwiązanie z punktu widzenia przedsiębiorcy go udzielającego. Pozwala bowiem

49 T. Łuczka, *Kapitał obcy...*, s. 142–153.

50 Tamże, s. 148–152.

51 N. Fadil, J. St-Pierre, *Growing SMEs and internal financing: The role of business practices*, „Journal of Small Business and Enterprise Development” 2021, vol. 28, nr 7, s. 973–994.
<https://doi-10rg-10041da601133.han3.lib.uni.lodz.pl/10.1108/JSBED-11-2019-0375>

52 T. Łuczka, *Kapitał obcy...*, s. 137.

rozszerzyć krąg potencjalnych odbiorców, czyni nasze produkty bardziej atrakcyjnymi w stosunku do produktów konkurencji, a co najważniejsze w dłuższej perspektywie czasu pozwala na wygenerowanie znacznie wyższego zysku niż wartość, którą pierwotnie zakładaliśmy.

3.3. Współczesne zewnętrzne formy finansowania przedsiębiorstwa

3.3.1. Faktoring

Faktoring to zewnętrzne źródło finansowania. Polega na wykupieniu wierzytelności wynikających z transakcji sprzedaży przez zewnętrzną instytucję określaną mianem faktora⁵³. Nazwa wywodzi się z angielskiego słowa *factor*, czyli pośrednik⁵⁴. Jest to egzekwowanie należności przez wyspecjalizowaną firmę lub instytucję od dłużnika dla konkretnej firmy, za odpowiednim wynagrodzeniem. Z reguły długi spłacane są przed terminem, stąd między sprzedającym a spółką faktoringową zachodzi stosunek kredytowy. Spółki faktoringowe i inne tego typu instytucje pełnią funkcję finansowania, gdyż dostarczają podmiotom środków, od których nabywają należności⁵⁵. „Podstawowym celem przedsiębiorstwa korzystającego z faktoringu jest możliwie jak najszybsze uzyskanie kwoty pieniężnej, na jaką opiewa należność”⁵⁶. W transakcji faktoringowej uczestniczą następujące podmioty:

- faktor – wyspecjalizowana instytucja finansowa (bank, firma faktoringowa, osoba fizyczna świadcząca zawodowo usługi faktoringu),
- faktorant – przedsiębiorca, dostawca produktów, towarów bądź usług,
- dłużnik faktoringowy – przedsiębiorca, odbiorca produktów, towarów bądź usług.

Faktoring spełnia następujące funkcje: **finansową, zabezpieczającą, administracyjną**⁵⁷. Tak oto funkcja finansowa oznacza, że faktor udostępnia środki pieniężne, oczekując na przekazanie na niego wierzytelności⁵⁸. Finansowanie może przebiegać według metody awansowej – udokumentowanie wierzytelności, np. za pomocą kopii faktury, dzięki której faktor daje zaliczkę w wysokości

53 D. Kobus-Ostrowska, *Determinanty konkurencyjności MSP...*, s. 116.

54 M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową...*, s. 193.

55 A. Skowronek-Mielczarek, *Małe i średnie przedsiębiorstwa...*, s. 33.

56 B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, *System finansowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 445–446.

57 T. Łuczka, *Kapitał obcy...*, s. 176–185.

58 E. Wrońska-Bukalska, *System finansowy małego i średniego przedsiębiorstwa. Obieg informacji*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2015, s. 243.

70–80% wartości faktury, bądź też według metody dyskontowej – kiedy faktor nabywa wierzytelność z terminem natychmiastowym, odliczając stawkę dyskonta i opłat za usługi podczas ustalania ceny zakupu. Funkcja zabezpieczająca przejawia się tym, że faktor przejmuje ryzyko utraty wypłacalności dłużnika, a na podstawie umowy określana jest kwota ryzyka, dlatego przed odkupieniem należności spółki faktoringowe sprawdzają wiarygodność kredytową zarówno sprzedającego, jak i dłużnika. Natomiast funkcja administracyjna oznacza, że faktor dokonuje wielu czynności dodatkowych w ramach umowy faktoringowej, np. przeprowadza badanie wiarygodności kredytowej dłużnika, prowadzi rozliczenia inkaso należności, a nawet monitoring wpływów należności do firmy⁵⁹.

Faktoring jest realizowany na podstawie umowy faktoringowej. Zwyczajowo zawiera ona co najmniej jedną z poniższych klauzul:

- wyłączności, która oznacza, że faktor przejmuje wyłącznie wskazaną wierzytelność,
- eksportową, w której narzuca konieczność zawierania umowy z partnerami zagranicznymi działającymi w obszarze faktoringu,
- del credere, która stosowana jest w przypadku faktoringu właściwego i oznacza, że faktor ponosi odpowiedzialność za niespełnione przez dłużnika świadczenia⁶⁰.

W literaturze podkreśla się bogaty wachlarz kryteriów, względem których rozpatrywany jest faktoring⁶¹. Najistotniejszy z nich to określenie ryzyka niewypłacalności dłużnika. Stosując to kryterium, faktoring dzielimy na:

- faktoring niewłaściwy (niepełny, z regresem) – instytucja faktoringowa nie zabezpiecza faktoranta przed niewywiązaniem się dłużnika ze zobowiązań⁶²,
- faktoring właściwy (pełny, bez regresu) – faktor w ramach umowy przejmuje wierzytelność i ryzyko związane z jej ściąganiem z wykluczeniem reklamacji. Warunkiem niezbędnym jest to, aby taka umowa mogła zostać sporządzona dopiero po sprawdzeniu sytuacji prawnomajątkowej dłużnika przez instytucję faktoringową. Ten rodzaj faktoringu ma swoje trzy podtypy: faktoring dyskontowy, zaliczkowy i wymagalnościowy⁶³,
- faktoring mieszany – posiada cechy faktoringu właściwego i niewłaściwego.

Bez wątpienia rozwojowi faktoringu w Polsce sprzyjają: znacząca potrzeba kapitału, utrudniony dostęp do kredytu dla MSP które nie mają zabezpieczeń lub krótko działają na rynku, zatory płatnicze między firmami, duża liczba MSP w Polsce, członkostwo Polski w UE. Niestety, istnieją również bariery ograniczające

59 A. Skowronek-Mielczarek, *Małe i średnie przedsiębiorstwa...*, s. 117–118.

60 M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową...*, s. 194–195.

61 G. Cainelli, V. Giannini, D. Iacobucci, *Small firms and bank financing in bad times*, „Small Business Economics” 2020, vol. 55, nr 20, s. 943–953. <https://doi-org-10041da601133.han3.lib.uni.lodz.pl/10.1007/s11187-019-00164-7>

62 P.J. Szczepankowski, *Nowoczesne instrumenty zarządzania aktywami*, Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania, Warszawa 1998, s. 25.

63 Tamże, s. 21–22.

rozwój faktoringu w Polsce, należą do nich z pewnością: nieufność przedsiębiorców do analizowanej formy finansowania, niewystarczające uregulowania prawne faktoringu i wciąż mała przejrzystość opłat faktoringowych.

3.3.2. Forfaiting

Forfaiting jest kolejnym obcym źródłem finansowania o charakterze długoterminowym. Nazwa pochodzi od francuskich słów *à forfait*, oznaczających „na własne ryzyko”. Jest to finansowanie transakcji handlowych o charakterze międzynarodowym, z wykupem wierzytelności wymaganych w terminie późniejszym⁶⁴. Formą wierzytelności są weksle, które dostarcza odbiorca do banku na zlecenie sprzedawcy, w ten sposób uzyskuje poręczenie banku. Koszty owych kredytów są wysokie i zaliczamy do nich: ryzyko niewypłacalności kupującego, prowizję banków oraz zysk banku kupującego weksle. Największą zaletą jest zamiana kredytu kupieckiego na wymianę gotówkową oraz brak przymusu ubezpieczania kredytu z punktu widzenia sprzedawcy. Służy do finansowania przedsięwzięć na okresy krótkie i średnie, dotyczące sprzedaży krajowej i zagranicznej, sprzyjające wejściu na rynek⁶⁵.

Przedmiotem forfaitingu jest zobowiązanie wekslowe, wynikające z realizacji umów dostawy, sprzedaży, a także umów o wykonanie usługi, objęte akredytywami, powstałe na tle umów leasingu. Wśród podmiotów forfaitingu wymienia się⁶⁶:

- zbywcę/zbywców wierzytelności,
- instytucję forfaitingową nabywającą wierzytelności pieniężne,
- dłużnika/dłużników,
- podmiot/podmioty udzielające zabezpieczeń wierzytelności.

Wyróżniamy następujące rodzaje forfaitingu:

- właściwy – sprzedaż wierzytelności instytucji forfaitingowej, która odpowiada sama za ryzyko związane z jej ściąganiem,
- niewłaściwy – sprzedaż wierzytelności pieniężnej na rzecz innej instytucji forfaitingowej, bez ryzyka wypłacalności dłużnika,
- bezpośredni – jedna instytucja jest wyłącznym i jedynym partnerem sprzedaży wierzytelności,
- pośredni – instytucja nie nabywa wprost wierzytelności, wykorzystując pośrednictwo innej, odkupując sprzedawane przez przedsiębiorstwo wierzytelności,
- poszerzony – wzbogacony o doradztwo, negocjacje, współpracę z bankami, urzędami celnymi (transakcje handlu zagranicznego),
- jawny – dłużnik dowiaduje się o zawarciu umowy przez instytucję forfaitingową lub sprzedawcę wierzytelności,

64 N. Fadil, J. St-Pierre, *Growing SMEs and internal financing...*, s. 973–994.

65 W. Grzegorzczak, *Finansowe aspekty marketingu*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1997, s. 26–27.

66 D. Krzemińska, *Finanse przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 2005, s. 53.

- tajny – sprzedaż odbywa się bez dłużnika,
- krajowy – transakcje zawierane są tylko na terenie jednego kraju, gdzie działają obydwa podmioty umowy,
- międzynarodowy – pomiędzy podmiotami z siedzibami w różnych krajach,
- połączony z confirmingiem – przed realizacją forfaitingu właściwego wiarygodność dłużników zostaje sprawdzona przez firmy consultingowe⁶⁷.

Na zakończenie przyjrzyjmy się zaletom i wadom, jakie można wskazać dla tej formy finansowania działalności gospodarczej. Wśród zalet często wymienia się: możliwość dokonania zamiany aktywów w postaci należności na gotówkę, wyeliminowanie ryzyka handlowego co do dokonania zapłaty przez dłużnika lub gwaranta poprzez przejęcie całości ryzyka kredytowego przez instytucję forfaitingową, wyeliminowanie ryzyka politycznego, czyli sytuacji, w których przyczyną nieuregulowania zapłaty są wydarzenia leżące poza importem. Co więcej, forfaiting pozwala na: wyeliminowanie ryzyka kursowego i ryzyka zmiany stóp procentowych, możliwość sfinansowania 100% wartości kontraktu bez konieczności wnoszenia przedpłat ze strony importera przy składaniu zamówienia oraz częściowych płatności w gotówce za dostawy. Dodatkowo atutem są: krótki czas oczekiwania na uzyskanie warunków finansowania konkretnej transakcji z uwagi na konkurencję na rynku usług forfaitingowych.

Forfaiting posiada również negatywne cechy, takie jak: wysoki koszt, ograniczone zastosowanie, gdy importer nie jest w stanie uzyskać gwarancji lub poręczenia, zróżnicowany koszt w zależności od kraju importera i okresu finansowania, przerzucanie kosztów w całości na importera, częściowo w postaci odsetek od kredytu kupieckiego, a częściowo jako zapłata wyższej ceny w kredycie⁶⁸.

3.3.3. Franczyza

Franchising (franczyza) to przykład długoterminowego źródła finansowania kapitałem obcym. Dawcą umowy jest zazwyczaj znana i dobrze prosperująca firma na rynku, która dostarcza biorcy informacji know-how odnośnie do sposobów i procedur prowadzenia firmy. Jednocześnie podmiot dba o zabezpieczenie biorcy przed konkurencją, dlatego uzyskuje na danym terenie wyłączność swojej działalności. Biorca w zamian za pomoc ponosi opłaty, które dla francyzodawcy stanowią źródło kapitału, czasem znaczące, jeśli jest kilkudziesięciu lub kilkunastu francyzobiorców⁶⁹. W myśl umowy francyzobiorca ma możliwość poza informacją know-how wykorzystywać nazwę handlową, znak towarowy, pomysł i doświadczenie dawcy⁷⁰.

67 W. Grzegorzczak, *Finansowe aspekty...*, s. 30.

68 Tamże, s. 28–29.

69 A. Skowronek-Mielczarek, *Małe i średnie przedsiębiorstwa...*, s. 30–31.

70 G. Cassar, *The financing of business...*, s. 261–283.

Rozwój franszyzy w Polsce i na świecie pozwala obecnie na klasyfikację tej formy finansowania działalności gospodarczej na podstawie wielorakich kryteriów. Tak oto ze względu na rodzaj umowy franchisingowej wymienia się:

- franchising przemysłowy – dawca udostępnia biorcy opracowaną przez siebie koncepcję know-how bądź technologię produkcji,
- franchising dystrybucyjny – dawca zobowiązuje się dostarczyć biorcy towary, które ten będzie sprzedawał w swoim przedsiębiorstwie,
- franchising usługowy – ma miejsce wówczas, kiedy biorca zobowiązuje się stosować metody działania określone przez dawcę oraz posługiwać się znakiem towarowym,
- franchising mieszany – to połączenie franchisingu przemysłowego, usługowego i dystrybucyjnego⁷¹.

Realizacja franchisingu jest możliwa po zawarciu umowy franczyzowej. Umowa ta daje obu stronom umowy wiele korzyści, dlatego ten rodzaj prowadzenia własnej działalności cieszy się tak dużą popularnością. **Umowa franczyzowa** powinna zawierać następujące elementy:

- informacje o tym, kto jest właścicielem znaku towarowego, symboli i wartości zawartych w pakiecie franczyzowym, ogólnie: kto jest franczyzodawcą,
- informacje o udzieleniu licencji przedsiębiorstwom niezależnym od podmiotu franczyzodawcy, którzy decydują się używać znaków podczas dystrybucji i świadczenia usług,
- stwierdzenie o realizacji umowy po uiszczeniu opłaty,
- czas trwania umowy (od kilku do kilkunastu lat),
- stwierdzenie stosunków pomiędzy stronami umowy i wzajemnych zobowiązań⁷².

Jednakże sama umowa pociąga za sobą różnorodne opłaty, które ponosi biorca. Należą do nich: opłaty jednorazowe określane wstępnie, opłaty okresowe zwane cyklicznymi oraz wpłaty na wspólny fundusz marketingowy przeznaczony na finansowanie działań promocyjno-reklamowych całego systemu franczyzowego⁷³.

3.3.4. Finansowanie społecznościowe (crowdfunding)

Bardzo młodym, dynamicznie rozwijającym się modelem (sposobem, źródłem, narzędziem) finansowania wszelkiego typu innowacyjnych projektów, także o charakterze gospodarczym, jest **finansowanie społecznościowe**, zwane

71 A. Skowronek-Mielczarek, *Małe i średnie przedsiębiorstwa...*, s. 90–91.

72 B. Pokorska, *Leksykon franczyzy*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2002, s. 122.

73 J. Fila, R. Witczak, *Podatkowe aspekty franchisingu jako formy finansowania przedsiębiorstw w globalizującej się gospodarce*, „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica” 2011, nr 260, s. 300–301.

crowdfundingiem⁷⁴. Ów instrument finansowania stanowi dzisiaj alternatywną w relacji do pozostałych form pozyskiwania kapitału metodę finansowego wsparcia własnej działalności gospodarczej bądź każdego innego pomysłu, który uzyskał akceptację wśród szeroko pojętej społeczności wirtualnej⁷⁵. Biorąc pod uwagę specyfikę tejsze formy finansowania różnych przedsięwzięć, można zaklasyfikować ją do zewnętrznych własnych źródeł zdobywania kapitału.

Termin crowdfunding, który początkowo był tłumaczony jako finansowanie przez tłum (przez sieć, oddolne, społeczne, społecznościowe), jest neologizmem pochodzącym od dwóch angielskich słów, tj. *crowd* (tłum) oraz *funding* (finansowanie). Według A. Brunello owo narzędzie można zdefiniować jako „[...] proces współpracy większej liczby osób, które decydują się na wyasygnowanie własnych pieniędzy, w zasadzie małych sum, na wsparcie wysiłków, projektów i wizji innych prywatnych osób, ale także firm, przedsiębiorstw i organizacji”⁷⁶. Z kolei K. Król postrzega crowdfunding jako „[...] rodzaj gromadzenia i alokacji kapitału przekazywanego na rzecz rozwoju określonego przedsięwzięcia w zamian za określone świadczenie zwrotne, który angażuje szerokie grono kapitałodawców, charakteryzuje się wykorzystaniem technologii teleinformatycznych oraz niższą barierą wejścia i lepszymi warunkami transakcyjnymi niż ogólnodostępne na rynku”⁷⁷. K. Koziół-Nadolna zauważa, że definiując crowdfunding, należy mieć na uwadze przede wszystkim jego celowość, otwartość, globalny zasięg oraz dynamikę różnokierunkowego rozwoju. W zasadzie zarówno wspierającym, jak i pomysłodawcą może być każdy, bez względu na płeć, wiek, miejsce zamieszkania/pracy, język czy

74 Pierwszą inicjatywą na świecie, która została sfinansowana w wyniku internetowej zbiórki środków finansowych, była organizacja trasy koncertowej po USA brytyjskiej grupy rockowej Marillion w 1997 roku. Zebrano wówczas 60 000 \$. Z kolei w 2000 roku powstała pierwsza platforma internetowa o nazwie ArtistShare.net. Jest to serwis umożliwiający muzykom pozyskiwanie środków finansowych od swoich fanów na realizację własnej twórczości. W 2008 roku powstał Indiegogo, a w 2009 – Kickstarter, obecnie największy i najbardziej znany portal na świecie. W Europie platformy internetowe zaczęły powstawać od 2010 roku. Za początek crowdfundingu w Polsce można uznać uruchomienie w 2011 roku pierwszej platformy PolakPotrafi.pl. Źródło: J. Bandura, *Crowdfunding i jego historia*, <https://crowdzone.pl/historia-crowdfunding/> (dostęp: 18.03.2022); por. A. Janus, *Idea crowdfundingu i kierunki jego rozwoju*, „Zeszyty Naukowe Instytutu Polskiej Gospodarki Technologii i Społeczeństwa im. prof. Edwarda Taylora. Przedsiębiorczość i prawo” 2017, nr 1, s. 105–120.

75 Por. K. Król, *Crowdfunding FAQ*, <http://crowdfunding.pl/crowdfunding-faq/> (dostęp: 18.03.2022).

76 A. Brunello, *Crowdfunding. Podręcznik. Jak realizować swe pomysły za pomocą nowych narzędzi finansowania online*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2015–2016, s. 26.

77 K. Król, *Crowdfunding. Od pomysłu do biznesu, dzięki społeczności*, wyd. I limitowane, Crowdfunding.pl, Warszawa 2013, s. 23. Książka ta została wydana dzięki finansowemu wsparciu 75 osób w ramach projektu „Crowdfunding na papierze” na portalu Beesfund.pl. Źródło: A. Regiec, K. Król, *Crowdfunding na papierze. Finansowanie społecznościowe, czyli opowieść o crowdfundingu*, <https://www.beesfund.com/projekty/pokaz/71,crowdfunding-na-papierze> (dostęp: 18.03.2022).

zawód. Dlatego też trafne wydaje się być określenie crowdfundingu jako finansowania przez (cyfrowy) tłum⁷⁸.

Reasumując, crowdfunding w szerszym ujęciu można rozumieć jako ogólnospołeczne zjawisko, którego „być albo nie być” zależy przede wszystkim od zdolności do budowania kapitału społecznego wokół idei, które mogą przynieść korzyści zarówno materialne, jak i niematerialne nie tylko kreatywnym autorom i ich kapitałodawcom, ale w dłuższej perspektywie całej społeczności⁷⁹. Z kolei w węższym ujęciu może on być zdefiniowany jako alternatywny mechanizm pozyskiwania kapitału na realizację kulturalnego, biznesowego, naukowego bądź społecznego przedsięwzięcia poprzez mikrowpłaty dokonywane przez społeczność wirtualną (tzw. wspólnotę ekonomiczną), wykorzystujący coraz powszechniej dostępną infrastrukturę informatyczną i rosnące społeczne zaufanie⁸⁰.

Obecnie crowdfunding przybiera różne formy i pełni różne funkcje. W ramach jednej z klasyfikacji wykształciły się cztery jego modele: nieudziałowy (*reward-based crowdfunding*, *non-rewards-based crowdfunding* i *royalty-based crowdfunding*), udziałowy (*equity-based crowdfunding*), dłużny (*debt-based crowdfunding*), występujący w formie pożyczki społecznościowej (*sociallending*) bądź dłużnych papierów wartościowych, np. obligacji (*debt securities-based crowdfunding*) oraz hybrydowy (*mixed-based crowdfunding*)⁸¹. Kryterium dzielącym crowdfunding na powyższe modele (typy) jest sposób ich funkcjonowania, a w szczególności rodzaj porozumienia (kontraktu) pomiędzy autorem projektu i osobami go wspierającymi, co przedstawia rysunek 9.

Crowdfunding typu *reward-based* jest modelem najbardziej znanym na świecie. Pomysłodawca, w zamian za finansowe wsparcie jego projektu, obdarowuje finansujących nagrodą porównywalną z wielkością darowizny. Na przykład w przypadku projektu kinematograficznego zrealizowanego przy pomocy powyższego modelu najpopularniejszą nagrodą jest umieszczenie nazwiska finansującego w napisach końcowych. Crowdfunding nieudziałowy może również przybrać postać donacyjną (*non-rewards-based*) – dotyczy to sytuacji, kiedy finansujący przekazują na rzecz beneficjenta darowiznę i nie oczekują żadnego materialnego czy też niematerialnego wynagrodzenia. Poza tym do crowdfundingu nieudziałowego można zaklasyfikować finansowanie społecznościowe na podstawie udziału w zyskach/dochodach

78 K. Kozioł-Nadolna, *Crowdfunding jako źródło finansowania innowacyjnych projektów*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2015, nr 73, s. 671–672.

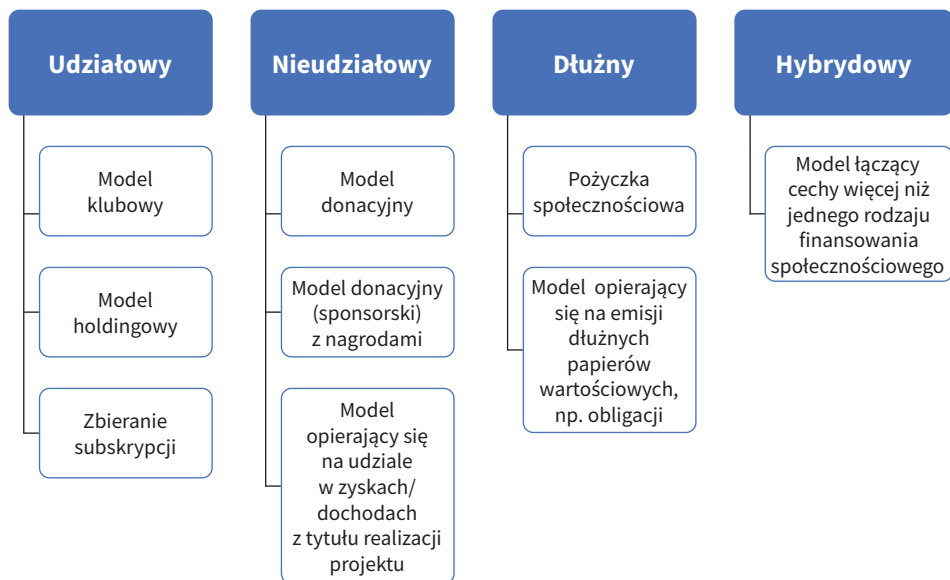
79 G. Bruton, S. Khavul, D. Siegel, M. Wright, *New financial alternatives in seeding entrepreneurship...*, s. 9–26.

80 Mechanizm crowdfundingu opiera się na współpracy trzech stron, tj. projektodawcy (beneficjenta, twórcy projektu), finansujących (wspierających, społeczności wirtualnej) oraz portalu internetowego (platformy crowdfundingowej). Zob. K. Król, *Crowdfunding. Od pomysłu do biznesu...*

81 Por. A. Brunello, *Crowdfunding. Podręcznik. Jak realizować...*, s. 40.

z tytułu realizacji projektu (*royalty-based crowdfunding*), np. z tytułu stworzenia i wprowadzenia na rynek innowacyjnego produktu bądź usługi.

Crowdfunding o charakterze udziałowym różni się znacząco od modelu nieudziałowego. *Equity-based crowdfunding* zasadniczo wykorzystywany jest do zakładania przedsiębiorstw (konkretnie spółek kapitałowych) typu start-up. Jest to metoda finansowania projektów, która polega na tym, że autor projektu, w zamian za finansowanie, odstępuje część kampanii crowdfundingowej każdemu ze swoich finansujących w postaci akcji bądź udziałów spółki.



Rysunek 9. Modele crowdfundingu wg rodzaju porozumienia między projektodawcą i finansującymi

Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Brunello, *Crowdfunding. Podręcznik*.

Jak realizować swe pomysły za pomocą nowych narzędzi finansowania online, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2015, s. 40–64; K. Kozioł-Nadolna, *Crowdfunding jako źródło finansowania innowacyjnych projektów*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2015, nr 73, s. 673–674.

W ramach *equity-based crowdfunding* można wyróżnić trzy typy finansowania, tj.:

- model klubowy – charakteryzuje się tym, że osoby wspierające daną inwestycję tworzą w pierwszej kolejności prywatny klub. Wówczas akcje projektu nie są oferowane publicznie, lecz tylko członkom klubu;
- model holdingowy – wyróżnia się tym, że potencjalni finansujący najpierw zrzeszają się w holding, po czym realizują inwestycję crowdfundingową nie jako indywidualni inwestorzy, lecz jako osoba prawna, którą może być np. fundusz inwestycyjny;

- zbieranie subskrypcji – polega na tym, że zaprezentowany na platformie crowdfundingowej projekt zostaje sfinansowany przez internautów poprzez subskrypcję akcji bądź udziałów w trybie online. W wyniku takiej transakcji z formalnoprawnego punktu widzenia finansujący stają się udziałowcami lub akcjonariuszami nowo powstałego przedsiębiorstwa. Ten model uznawany jest za najbardziej bezpieczny dla społeczeństwa.

Crowdfunding dłużny na tle pozostałych jego modeli wyróżnia się tym, że świadczenie ma charakter zwrotny, a zatem beneficjent zobowiązany jest do zwrotu otrzymanych środków finansowych w określonym terminie wraz z odsetkami⁸². Obecnie dłużne finansowanie społecznościowe może przybrać jedną z dwóch form, tj. pożyczki społecznościowej lub emisji dłużnych papierów wartościowych⁸³.

Pożyczka społecznościowa (*sociallending*, *crowdlending*, *peer-to-peerlending*) jest metodą wywodzącą się z mikrofinansowania, którego twórcą był laureat Nagrody Nobla Muhammad Yunus, i z działalności organizacji Planet Finance, ONG kierowanej przez J. Attalego, który z kolei promował mikrofinansowanie w krajach rozwijających się⁸⁴. Z etymologicznego punktu widzenia *sociallending* jest pożyczką pomiędzy osobami prywatnymi. By jednak tego typu transakcja mogła przebiegać legalnie na zasadach crowdfundingu, niezbędne jest zaangażowanie licencjonowanego pośrednika, który będzie obsługiwał platformę internetową pozwalającą na kontakt między zainteresowanymi stronami. Platformami *sociallendingu* są spółki *for profit*, które ułatwiają osobom zainteresowanym pożyczką (pożyczkobiorcom) komunikację z osobami, które są skłonne zainwestować określone sumy pieniędzy w system pożyczek pomiędzy osobami prywatnymi i/lub firmami. Owe pożyczki mogą mieć dowolne przeznaczenie, np. mogą służyć realizacji celów gospodarczych, jak zakup materiałów i surowców do produkcji, bądź osobistych, jak wyjazd na wakacje czy remont mieszkania⁸⁵.

82 L. Marcinowska-Boulangé, M. Pietkiewicz, J. Prokurat, R. Rutkowski, K. Wojdyło, *Raport: crowdfunding*, Kancelaria Wardyński i Wspólnicy, Warszawa 2014, s. 9, <https://wardynski.com.pl/publikacje/opracowania/raport-crowdfunding> (dostęp: 18.03.2022).

83 Dyrekcja Generalna ds. Rynku Wewnętrznego, Przemysłu, Przedsiębiorczości i MŚP (Komisja Europejska), (autor zbiorowy), *Zrozumieć finansowanie społecznościowe. Przewodnik dla małych i średnich przedsiębiorstw*, opublikowano: 06.04.2017, s. 1–36, <https://op.europa.eu/o/opportal-service/download-handler?identifier=d5e626ba-d7c8-11e6-ad7c-01aa75ed71a1&format=pdf&language=pl&productionSystem=cellar&part=> (dostęp: 18.03.2022); Dyrekcja Generalna ds. Stabilności Finansowej, Usług Finansowych i Unii Rynków Kapitałowych, (autor zbiorowy), *Commission Staff Working Document. Crowdfunding in the UE Capital Markets Union*, Brussels, 03.05.2016, SWD(2016)154, s. 1–51, [https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/api/files/SWD\(2016\)154_0/de0000000292778?rendition=false](https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/api/files/SWD(2016)154_0/de0000000292778?rendition=false) (dostęp: 18.03.2022).

84 Obecnie w Polsce działają m.in. takie portale pożyczkowe, jak np. Saverium.pl, Feniko.pl, Cashtero.pl czy Finansowo.pl.

85 A. Brunello, *Crowdfunding. Podręcznik. Jak realizować...*, s. 40–55.

Według K. Króla świadczenie zwrotne, choć zwyczajowo może przyjąć różną formę, nie powinno mieć jedynie charakteru emocjonalnego⁸⁶. Inny pogląd w tej kwestii prezentuje A. Brunello, sądząc, że nagrodę za współfinansowanie projektu należy traktować przede wszystkim jako dobro emocjonalne. Jego zdaniem dla wspierającego nie ma znaczenia, czy nagrodą będzie jakaś usługa, mail z podziękowaniem czy gotowy produkt. Główną nagrodą jest bowiem poczucie bycia częścią projektu i to, że w ogóle powstała możliwość jego realizacji⁸⁷.

Formami wynagrodzenia dla finansujących dane przedsięwzięcie mogą być zatem:

- udział kapitałowy w projekcie (współwłasność),
- udział w zyskach z tytułu realizacji projektu,
- produkty lub usługi (przedsprzedaż),
- symboliczne nagrody rzeczowe, np. gadżety, drobne upominki,
- odsetki,
- inne formy wynagrodzenia, np. udział w spotkaniach, pokazach przedpremierowych, zdjęciach do filmu, poczucie bycia częścią projektu, satysfakcja.

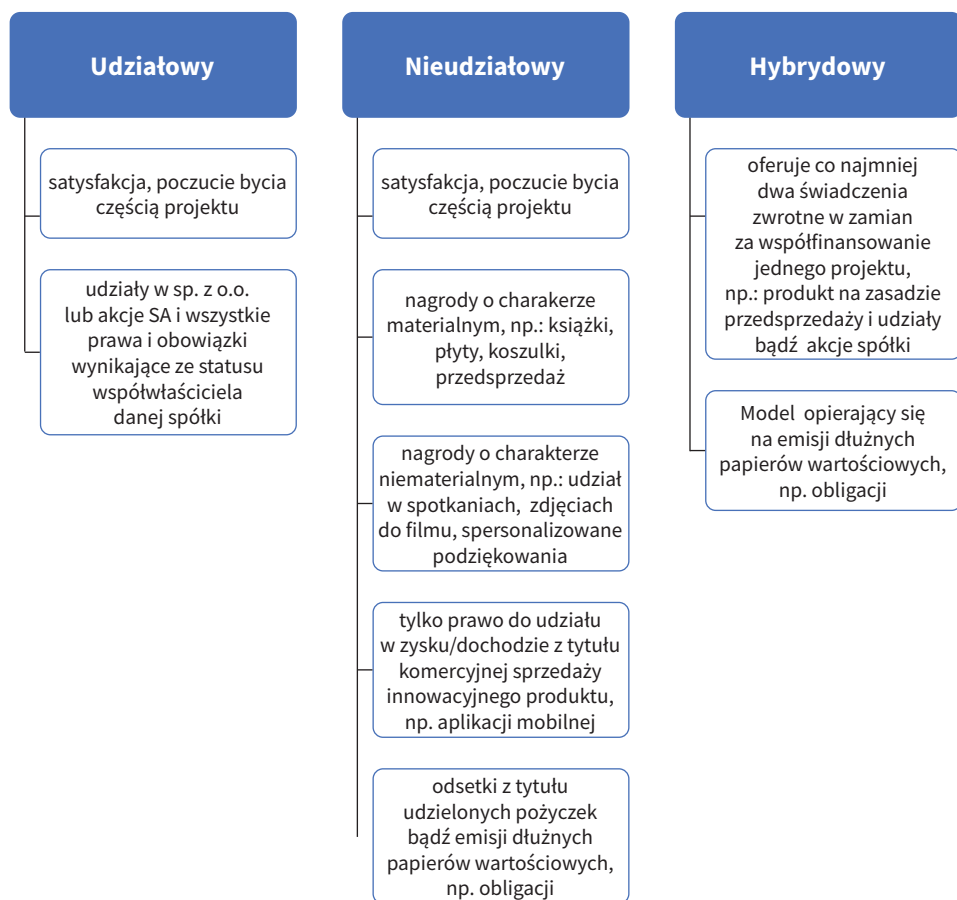
Z teoretycznego punktu widzenia każdy model crowdfundingu może wystąpić w jednej z dwóch odmian:

- *All or nothing* (wszystko albo nic) – ta odmiana finansowania zakłada, że jeśli dany projekt nie zyska akceptacji ze strony internautów, mierzonej osiągnięciem minimalnej kwoty zadeklarowanej jako cel w ustalonym z góry czasie, to autor projektu musi zwrócić wszystkie zebrane pieniądze.
- *Take it all/ Keep it all* (weź wszystko) – ten sposób finansowania przewiduje możliwość niezdobycia zakładanej wielkości środków finansowych na realizację przedsięwzięcia. Wówczas to autor projektu decyduje, co zrobić z niepełną kwotą wpłat na poczet projektu – może np. zrealizować tylko niektóre jego aspekty, wykonać go taniej albo przeznaczyć zgromadzone środki na drugą kampanię crowdfundingową⁸⁸.

86 Jedynie darowizna, jako forma wsparcia kampanii crowdfundingowej, nie przewiduje innej formy gratyfikacji darczyńcy niż korzyść o charakterze emocjonalnym, np. satysfakcja z tytułu wsparcia wartościowego (społecznie użytecznego) przedsięwzięcia.

87 A. Brunello, *Crowdfunding. Podręcznik. Jak realizować...*, s. 41.

88 Tamże, s. 42–44.



Rysunek 10. Modele crowdfundingu wg rodzajów gratyfikacji finansujących⁸⁹

Źródło: opracowanie własne.

Wybór kryteriów decyzyjnych odnośnie do współfinansowania danej inicjatywy może być determinowany zarówno przesłankami ekonomicznymi, jak i pozatekonicznymi, np. potrzebą realizacji własnych marzeń czy pasji. Atrakcyjność crowdfundingu wynika przede wszystkim z nieograniczonych możliwości komunikacji pomiędzy wszystkimi zainteresowanymi stronami, jakie stwarza przestrzeń

⁸⁹ Na portalu crowdangels.pl po raz pierwszy w Polsce pozyskano kapitał założycielski dla spółki allCool.pl sp. z o.o. z Olsztyna i tym samym wg modelu crowdfundingu udziałowego sfinansowano tzw. start-up. Serwis internetowy prowadzony przez allCool.pl sp. z o.o. pośredniczy w sprzedaży regionalnych, markowych, wysokiej jakości trunków, dokonywanej przez ich twórców i dystrybutorów. Zbiórkę zakończono 07.09.2014 roku. Internautom zaoferowano 20% udziałów o wartości 50 000 zł. Źródło: A. Kobyłka, *Polski equity crowdfunding z pierwszymi sukcesami*, Forbes, data publikacji: 19.08.2014, <https://www.forbes.pl/pierwszy-milion/polski-equity-crowdfunding-z-pierwszymi-sukcesami/05tby85> (dostęp: 18.03.2022).

wirtualna, czyli Internet, oraz z niewielkich formalnych obciążeń związanych z przebiegiem transakcji crowdfundingowej⁹⁰. Z kolei na drodze jego dalszego rozwoju wymienia się: niedostateczną promocję, a także brak transparentnych i jednolitych uregulowań prawnych, chroniących wszystkich interesariuszy tegoż zjawiska⁹¹.

3.3.5. Wykupy lewarowane (LBO) i menedżerskie (MBO/MBI)

Wykupy lewarowane (*Leveraged Buy Out*, LBO) to złożone transakcje, często wzbudzające kontrowersje, zwłaszcza na gruncie prawa i etyki biznesu, polegające na przejęciu przedsiębiorstwa przez aktywnych inwestorów finansowych i/lub menedżerów przy znacznym wykorzystaniu kapitału zewnętrznego w postaci: długu zabezpieczonego aktywami przejmowanej firmy, długu podporządkowanego (niezabezpieczonego majątkiem przejmowanej firmy, zwanego *mezzanine capital*) oraz kapitału własnego wysokiego ryzyka oferowanego przez wyspecjalizowane instytucje finansowe, jak fundusze *private equity*. Zaciągnięty dług regulowany jest następnie środkami finansowymi pochodzącymi z *cash flow* lub ze sprzedaży aktywów przejętej jednostki gospodarczej, z kolei fundusze *private equity* decydują się na dezinvestycję, czyli sprzedaż udziałów/akcji innym podmiotom, kiedy spółka docelowa uzyskuje stabilizację organizacyjno-finansową i osiąga zadowalającą wartość rynkową. Cechami charakterystycznymi powyższych transakcji są z jednej strony ponadprzeciętne ryzyko inwestycyjne dla przejmowanej firmy, skutkujące nawet bankructwem, głównie spowodowane wysokim udziałem długu w strukturze jej finansowania (sięgającym niekiedy 90%), z drugiej strony – okazja, by przeprowadzić efektywną restrukturyzację owej firmy, a w konsekwencji stworzyć podmiot, który będzie trwale generował dodatnie przepływy pieniężne⁹².

Generalnie pojęcie wykupów nie zostało jak do tej pory jednolicie określone. W teorii i praktyce gospodarczej wykształciło się wiele rodzajów i odmian tego typu transakcji, inicjowanych do osiągnięcia różnych celów realizowanych przez różny skład osobowy, przejmujący dane przedsiębiorstwo, akceptujący różne

90 E. Mollick, *The dynamics of crowdfunding: An exploratory study*, „Journal of Business Venturing” 2014, vol. 29, nr 1, s. 1–16. <https://doi-org-10041da601133.han3.lib.uni.lodz.pl/10.1016/j.jbusvent.2013.06.005> (dostęp: 18.03.2022).

91 Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie komunikatu Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów „Uwolnienie potencjału finansowania społecznościowego w Unii Europejskiej” COM(2014)172, Dziennik Urzędowy UE, C 451/69, Bruksela, 16.12.2014, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A52014AE4004> (dostęp: 18.03.2022); P. Gałuszka, V. Bystrov, *Development of crowdfunding in Poland from the perspectives of law and economics*, „Polish Yearbook of Law and Economics” 2012, vol. 3, s. 145–166. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2088169> (dostęp: 18.03.2022).

92 I. Bull, *Financial performance of leveraged buyouts: An empirical analysis*, „Journal of Business Venturing” 1989, vol. 4, nr 4, s. 263–279.

co do wysokości wskaźniki udziału długu w strukturze finansowania⁹³. Do najczęściej przyjmowanych kryteriów podziału wykupów należą: skład zespołu przejmującego firmę oraz wysokość udziału długu w strukturze jej finansowania. Biorąc pod uwagę powyższe kryteria, najczęściej uwagi w literaturze przedmiotu poświęca się wykupom menedżerskim⁹⁴. W zależności od relacji łączącej zaangażowanych w transakcję menedżerów z przejmowanym przedsiębiorstwem wyróżnia się dwa główne typy wykupów:

- *Management Buy Out* (MBO) – wykup menedżerski inicjowany z wewnątrz, zwany klasycznym, w wyniku którego osoby zarządzające firmą, samodzielnie lub we współpracy z wybranym partnerem kapitałowym, stają się właścicielem tzw. kontrolnego pakietu udziałów/akcji spółki docelowej, oraz
- *Management Buy In* (MBI) – wykup menedżerski inicjowany z zewnątrz, dokonany przez menedżerów dotychczas niezarządzających kupowaną firmą, ale mających na celu władanie nią po przeprowadzeniu transakcji⁹⁵.

Z uwagi na skomplikowaną strukturę finansowania do realizacji transakcji powołuje się zwykle spółkę specjalnego przeznaczenia (*special purpose vehicle* – SPV), na kapitał której składa się kapitał własny pochodzący z wpłat menedżerów/inwestorów i/lub funduszu *private equity* na jej kapitał zakładowy. Następnie nowo powstała SPV, zwana również wehikułem inwestycyjnym, korzysta z finansowania dłużnego/pomostowego, dzięki któremu może nabyć akcje/udziały spółki docelowej i rozpocząć proces podnoszenia jej efektywności i wartości rynkowej. SPV może również wyemitować tradycyjne lub hybrydowe dłużne papiery wartościowe w celu uregulowania długu pomostowego lub długu przejmowanego przedsiębiorstwa. Po pewnym czasie z reguły ma miejsce fuzja spółki docelowej i SPV, czego konsekwencją jest pozostawienie na rynku jednego przedsiębiorstwa – spółki docelowej. Końcowym etapem transakcji wykupu jest wyjście z inwestycji funduszu *private equity* poprzez sprzedaż akcji/udziałów innym inwestorom lub wprowadzenie spółki docelowej na rynek giełdowy⁹⁶.

Wykupy lewarowane są stosowane od lat 80. XX w. do dziś, a ich najważniejszymi motywami są:

- restrukturyzacja operacyjna – jej celem jest wdrożenie programu restrukturyzacji przejmowanego przedsiębiorstwa ukierunkowanego na wzrost jego wartości rynkowej w średnim i długim okresie,
- restrukturyzacja finansowa – zmierza do osiągnięcia ponadprzeciętnego zysku z tytułu przejęcia firmy, w wyniku m.in. pozytywnych efektów dźwigni

93 G. Cainelli, V. Giannini, D. Iacobucci, *Small firms and bank financing...*

94 N. Fadil, J. St-Pierre, *Growing SMEs and internal financing...*, s. 973–994.

95 K. Szmit, *Wykupy menedżerskie i lewarowane – specyfika finansowania*, [w:] M. Panfil (red.), *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2011, s. 431–433; J. Świdarska, *Wykup lewarowany – możliwości i ograniczenia finansowania*, „Prace Naukowe UE we Wrocławiu” 2014, nr 365: *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, s. 293.

96 J. Świdarska, *Wykup lewarowany...*, s. 294–295.

finansowej i niewielkiego zaangażowania własnych kapitałów, a następnie jej sprzedaży,

- sukcesja – jest ona wynikiem poszukiwania przez właścicieli MSP swoich następców w osobach obecnych menedżerów⁹⁷.

Z punktu widzenia obowiązującego prawa transakcje wykupów są legalne. Istniejące obecnie regulacje prawne określają jedynie zasady finansowania przebiegu wykupu przez spółkę celową, prowadzącą działalność gospodarczą w formie spółki akcyjnej. W myśl przepisów Kodeksu spółek handlowych „spółka akcyjna może, bezpośrednio lub pośrednio, finansować nabycie lub objęcie emitowanych przez nią akcji w szczególności przez udzielenie pożyczki, dokonanie zaliczkowej wypłaty, ustanowienie zabezpieczenia, pod warunkiem, że będą zachowane dodatkowe wymogi”⁹⁸.

97 Z. Kuryłek (red.), *Wykup lewarowany. Sposób akwizycji firm*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2017, s. 66–67; A. Szyszka, *Wykup kredytowany spółki (LBO) – problemy z długiem*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2003, vol. 65, nr 1, s. 107–109; M. Wrzesiński, *Istota transakcji LBO i MBO*, <https://www.bankier.pl/wiadomosc/Istota-transakcji-LBO-i-MBO-545907.html>, s. 5 (dostęp: 20.09.2021).

98 Dz. U. z 2017, poz. 1577, art. 345, par. 1.

Rozdział 4

Pomiar i ocena działalności finansowej przedsiębiorstwa

4.1. Zasadnicze kryteria oceny potencjału finansowego przedsiębiorstwa

Pomiar i ocena rezultatów prowadzonej działalności gospodarczej, zwłaszcza w obszarze gospodarki finansowej, stanowią obecnie podstawę sprawnego i skutecznego funkcjonowania każdej organizacji. Bieżące monitorowanie wyników opracowanej i realizowanej strategii umożliwia przedsiębiorstwu dalsze planowanie i podejmowanie decyzji, sygnalizuje zarówno o występujących problemach, jak i o sukcesach, pobudza do działania i zmian czy też zapewnia efektywniejszą alokację zasobów. We współczesnych realiach gospodarowania obok sposobów i metod pomiaru dokonań przedsiębiorstw szczególnym zainteresowaniem decydentów cieszą się kwestie związane z zakresem tegoż pomiaru, kryteriami oceny osiągniętych wyników oraz identyfikacją czynników wpływających na ich poziom¹. Zdaniem m.in. R. Kozielskiego to właśnie holistyczność i kompleksowość podejścia do pomiaru rezultatów działalności organizacji umożliwiają określenie związków przyczynowo-skutkowych zachodzących pomiędzy potencjałem organizacji a jej wynikami, stanowiących punkt wyjścia w podejmowaniu jakichkolwiek działań doskonalących².

1 W. Skoczylas (red.), *Wskaźniki i systemy wskaźników ekonomicznych w pomiarze dokonań przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2013, s. 9–10; F. Alkaraan, D. Northcott, *Strategic capital investment decision-making: A role for emergent analysis tools?: A study of practice in large UK manufacturing companies*, „The British Accounting Review” 2006, vol. 38, nr 2, s. 149–173.

2 R. Kozielski (red.), *Wskaźniki marketingowe*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Kraków 2008, s. 11, [za:] W. Skoczylas, *Wskaźniki i systemy wskaźników...*, s. 10; G. Azarenkova, O. Golovko, K. Abrosimova, *Management of enterprise's financial sustainability and improvement of its methods*, „Accounting and Financial Control” 2018, vol. 2, nr 1, s. 2, 13–14.

4.1.1. Poziom całkowitych zasobów finansowych w relacji do zapotrzebowania i jego zmiany w czasie

Powstanie, późniejsze funkcjonowanie i rozwój przedsiębiorstwa wymagają odpowiedniego zasobu majątku i kapitału. Majątek i kapitał są ściśle ze sobą powiązane, lecz każdy z nich spełnia w przedsiębiorstwie inne funkcje. **Majątek** w każdej jednostce gospodarującej jest wykorzystywany przede wszystkim do prowadzenia podstawowej działalności, zgodnej z jej misją. Jednakże nie można wyposażyć przedsiębiorstwa w majątek bez posiadania kapitału. **Kapitał** jest zatem w stosunku do majątku pojęciem pierwotnym, gdyż umożliwia rozpoczęcie i kontynuację działalności³. Bardzo trafnie i szczegółowo cel analizy zasobów kapitałowych przedsiębiorstwa określa W. Gabrusewicz, twierdząc, iż:

Celem analizy zasobów kapitałowych jest ustalenie, jaka jest struktura finansowania majątku i czy można ją poprawić. Chodzi więc o ocenę prawidłowości wyposażenia przedsiębiorstwa w kapitał, czyli określenia, z jakich rodzajów kapitałów przedsiębiorstwo korzysta, jaki jest zakres finansowania kapitałem własnym i kapitałami obcymi, jakimi kapitałami przedsiębiorstwo finansuje poszczególne składniki swojego majątku i czy finansowanie jest bezpieczne oraz korzystne dla przedsiębiorstwa⁴.

Decyzje menedżerów w obszarze kształtowania rozmiarów przedsiębiorstwa, tempa jego wzrostu i rozwoju, a także zapotrzebowania na kapitał można zawrzeć w trzech pytaniach:

- Na jaką skalę inwestować?
- W jakie rodzaje majątku inwestować?
- Skąd i na jakich warunkach pozyskać środki finansowe na realizację przedsięwzięć inwestycyjnych?

Rozmiar i kierunek inwestycji, a przede wszystkim specyfika przedmiotu działalności danego przedsiębiorstwa będą determinowały wielkość majątku i jego dynamikę. Z kolei od wielkości majątku i jego zmian w czasie będzie zależało zapotrzebowanie na kapitał w danym okresie. Majątek przedsiębiorstwa może być finansowany przy pomocy różnych źródeł pochodzenia. Obecnie wachlarz możliwości do wykorzystania form finansowania działalności gospodarczej jest bardzo duży i zróżnicowany.

Odpowiedź na drugie pytanie tkwi natomiast w określeniu rodzaju i struktury aktywów. **Poziom aktywów i ich struktura** zaliczane są bowiem do najistotniejszych czynników kształtujących sytuację finansową przedsiębiorstwa. Planując jednak docelową strukturę majątku, należy pamiętać, że każda zmiana tejże struktury

https://www.businessperspectives.org/images/pdf/applications/publishing/templates/article/assets/10307/AFC_2018_01_Azarenkova.pdf (dostęp: 28.01.2022).

3 W. Gabrusewicz, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie*, PWE, Warszawa 2014, s. 131.

4 Tamże, s. 131–132.

wpływa na relację: stopa zwrotu z aktywów–poziom ryzyka. Na przykład wzrost udziału rzeczowych aktywów trwałych w całości majątku może spowodować pogłębienie nieelastyczności majątku, a to prowadzi do zwiększenia ryzyka operacyjnego⁵. Co więcej, nie każdy składnik majątku w tym samym stopniu uczestniczy w generowaniu całorocznego wyniku finansowego. Bezpośrednio do osiągania zysku przyczynia się majątek obrotowy poprzez rotacyjną wymianę przynoszącą nadwyżki środków pieniężnych⁶. Rolę majątku trwałego w procesie generowania zysku można określić jako pośrednią. Przedsiębiorstwa zatem dążą do posiadania – odpowiednio do istniejących potrzeb – możliwie jak największej ilości środków obrotowych (środków płynnych), przynoszących zyski, a jak najmniejszej środków trwałych, które tylko w sposób pośredni wpływają na poziom rentowności. Majątku trwałego powinno być w jednostce gospodarczej tylko tyle, ile jest niezbędne do prowadzenia działalności⁷.

Umiejętność znalezienia odpowiedzi na trzecie pytanie jest kluczowa dla powodzenia każdego przedsiębiorstwa. Decydenci, ustalając **strukturę kapitału**, powinni brać pod uwagę relacje między majątkiem a kapitałami (by dopasować wymagalność pasywów do płynności aktywów) oraz możliwą do zaakceptowania przez właścicieli stopę zadłużenia wpływającą na ryzyko finansowe firmy, a tym samym na stopę zwrotu z kapitału własnego, łączny koszt kapitału i wartość przedsiębiorstwa⁸.

Wstępna ocena wielkości kapitałów i ich zmian w czasie dotyczy nie tyle ogólnej wartości kapitałów ujętych w pasywach bilansu, co dwóch zasadniczych grup kapitałów, czyli kapitału własnego i kapitałów obcych. Wartości majątku trwałego powinna odpowiadać określona wartość kapitału własnego, natomiast wartość kapitałów obcych powinna być skorelowana z wartością majątku obrotowego.

Zmiany poziomu poszczególnych kategorii kapitałów w czasie analizuje się w wielkościach bezwzględnych i relatywnych. Na wstępie ustala się odchylenie bezwzględne w sposób następujący⁹:

$$\Delta K_c = K_{c1} - K_{c0}$$

$$\Delta K_w = K_{w1} - K_{w0}$$

5 M. Hamrol (red.), *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Ujęcie sytuacyjne*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2005, s. 96.

6 Jednak należy pamiętać, iż nie wszystkie składniki majątku obrotowego w takim samym stopniu wpływają na poziom wypracowanych zysków. Na przykład gotówka w kasie firmy, wątpliwe i sporne należności od odbiorców, przestarzałe produkty gotowe czy też zapasy zbędnych (niewykorzystywanych w procesie produkcji) materiałów i surowców nie przynoszą żadnych zysków.

7 L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtys, T. Waśniewski, B. Wersty, *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2001, s. 89–90.

8 M. Hamrol (red.), *Analiza finansowa przedsiębiorstwa...*, s. 96–97.

9 W. Gabrusewicz, *Analiza finansowa...*, s. 141.

$$\Delta K_O = K_{O1} - K_{O0}$$

gdzie:

K_C – kapitał całkowity (1 – okres badany, 0 – okres poprzedni),

K_W – kapitał własny,

K_O – kapitał obcy.

Dalej oblicza się wskaźniki dynamiki kapitałów całkowitych, kapitału własnego i kapitałów obcych w sposób następujący¹⁰:

$$W_{DKc} = \frac{Kc1 + 100}{Kc0}$$

$$W_{DKw} = \frac{Kw1 + 100}{Kw0}$$

$$W_{DKo} = \frac{Ko1 + 100}{Ko0}$$

gdzie:

W_{DKc} – wskaźnik dynamiki kapitałów całkowitych,

W_{DKw} – wskaźnik dynamiki kapitału własnego,

W_{DKo} – wskaźnik dynamiki kapitałów obcych.

Dynamika kapitałów powinna być analizowana i oceniana także w powiązaniu z innymi kategoriami ekonomicznymi, zwłaszcza poszczególnymi składnikami majątku. Wszakże wraz ze wzrostem wielkości danej składowej aktywów przedsiębiorstwo powinno powiększyć źródło jej finansowania. W wyniku takiej analizy można ustalić nadwyżkę lub niedobór określonych rodzajów kapitałów¹¹.

4.1.2. Reguły zadłużenia i zasady finansowania przedsiębiorstwa

Analizę sytuacji finansowej przedsiębiorstwa z reguły rozpoczyna się od zbadania wielkości, struktury i dynamiki pasywów, co w literaturze przedmiotu nazywa się **pionową analizą pasywów bilansu**¹². Generalnie w analizie finansowej przyjmuje się, że wzrost kapitałów z okresu na okres (o ile jest on uzasadniony finansowaniem zyskowych i o umiarkowanym ryzyku inwestycji) należy

¹⁰ Tamże, s. 141–142.

¹¹ Por. tamże.

¹² Spostrzeżenia i interpretacje wyników będące rezultatem pionowej analizy pasywów bilansu – z racji jej wstępnego i ogólnego charakteru – nie powinny przyjmować postaci sądów wartościujących jakość gospodarowania kapitałami. Do celów decyzyjnych konieczne są dalsze, bardziej szczegółowe badania.

oceniać pozytywnie¹³, natomiast szczególne znaczenie dla oceny prawidłowości zarządzania finansami przedsiębiorstwa ma wzajemna relacja kapitału własnego i kapitału obcego. Jeżeli dynamika kapitału własnego jest silniejsza od dynamiki kapitałów obcych, to wskazuje to na wzrost udziału kapitału własnego w pasywach ogółem przedsiębiorstwa, co świadczy o umocnieniu jego pozycji finansowej i mniejszym ryzyku finansowym¹⁴. Rozpatrując z kolei udział kapitału obcego w finansowaniu firmy, należy mieć na uwadze jego wewnętrzną strukturę. Wzrost udziału kapitału obcego krótkoterminowego, charakteryzującego się stosunkowo wysoką wymagalnością i wysokim kosztem, może spowodować problemy z utrzymaniem płynności finansowej, a w konsekwencji uzależnienie się jednostki gospodarczej od woli wierzycieli, osłabienie wizerunku i mniej korzystne warunki pozyskania środków finansowych w przyszłości. Oceniając natomiast wzrost udziału kapitału obcego długoterminowego w całości długu, który łącznie z kapitałem własnym tworzy tzw. **kapitał stały**, należy wziąć pod uwagę nie tylko jego koszt, ale także długoterminowe związanie z przedsiębiorstwem, a przez to możliwość osiągania dalekosiężnych celów rozwojowych czy też częściowego sfinansowania majątku obrotowego (tzw. **kapitał pracujący**). Dodatkowa waga struktury kapitału w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstwa wynika z jej wpływu na wartość rynkową kapitału własnego. O wartości rynkowej kapitału własnego decyduje bowiem nie tylko zaktualizowana wartość operacyjnych przepływów pieniężnych netto, lecz również proporcja udziału w nich dawców kapitału własnego i kapitału obcego¹⁵.

Celem wstępnej analizy struktury kapitału jest ustalenie **udziału kapitału własnego i kapitałów obcych (długo- i krótkoterminowych) w finansowaniu majątku przedsiębiorstwa**¹⁶, a następnie ocena dynamiki tychże wskaźników w czasie. Ich konstrukcja wygląda następująco¹⁷:

$$W_{ukw} = \frac{Kw}{Kc}$$

$$W_{uko} = \frac{Ko}{Kc}$$

13 Jednakże zbyt wysokie zwiększenie kapitałów (własnego i obcego) może prowadzić do tzw. rozwodnienia kapitałów, czego konsekwencją jest spadek ich rentowności – L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtys, T. Waśniewski, B. Wersty, *Analiza ekonomiczna...*, s. 91.

14 „Ryzyko finansowe jest przede wszystkim związane z nadmiernym zadłużeniem przedsiębiorstwa i brakiem zdolności do obsługi tego zadłużenia w wymaganej wysokości i ustalonych terminach” – W. Gabrusewicz, *Analiza finansowa...*, s. 148.

15 Por. M. Hamrol (red.), *Analiza finansowa przedsiębiorstwa...*, s. 106–107.

16 W literaturze przedmiotu można znaleźć wiele różnych nazw danego wskaźnika czy też grupy wskaźników, np. M. Jerzemowska wskaźniki te nazywa **wskaźnikami zasilania finansowego** – M. Jerzemowska (red.), *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2006, s. 156.

17 W. Gabrusewicz, *Analiza finansowa...*, s. 150.

gdzie:

W_{ukw} – wskaźnik udziału kapitału własnego w kapitale całkowitym,

W_{uko} – wskaźnik udziału kapitałów obcych w kapitale całkowitym,

K_W – kapitał własny,

K_O – kapitały obce,

K_C – kapitał całkowity.

Wskaźnik udziału kapitału własnego w kapitale łącznym dostarcza informacji o **poziomie samofinansowania** przedsiębiorstwa. Im jego wartość jest wyższa, tym dana jednostka gospodarcza cechuje się większą niezależnością od wierzycieli, wyższym bezpieczeństwem finansowym, ale też mniejszymi w stosunku do możliwych do osiągnięcia efektami wspomagania finansowego, co przekłada się na niższą rentowność kapitału własnego.

Udział kapitałów obcych w całości kapitału, będącego w posiadaniu bądź dyspozycji przedsiębiorstwa, nazywany jest najczęściej **wskaźnikiem zadłużenia**. Obrazuje on z kolei skalę finansowania jednostki długiem. Spadek z okresu na okres wartości tego wskaźnika wskazuje na coraz silniejsze podstawy finansowe przedsiębiorstwa, ale też niewykorzystywanie potencjału tkwiącego w mechanizmie dźwigni finansowej. Warto zauważyć, że konsekwencją kryzysu finansowego w 2008 roku jest coraz większa świadomość wśród decydentów, że nadmierne korzystanie z finansowania dłużnego skutkuje występowaniem coraz krótszych cykli koniunkturalnych w gospodarce czy też uzależnieniem się firm od kredytów bankowych. Co więcej, nadmierne wykorzystywanie dźwigni finansowej przez firmy sprawia, że instytucje finansowe stają się bardziej niestabilne¹⁸.

Uzupełnieniem syntetycznych **wskaźników udziału** są **wskaźniki relacji**, które można zaprezentować w postaci następujących formuł¹⁹:

$$W_{r1} = \frac{K_O}{K_W}$$

$$W_{r2} = \frac{K_W}{K_O}$$

Wskaźnik relacji kapitałów obcych do kapitału własnego (W_{r1}), zwany wskaźnikiem zadłużenia ogółem kapitału własnego bądź też wskaźnikiem przekładni kapitałowej, informuje o stopniu pokrycia kapitału własnego kapitałami obcymi. Pokazuje on, ile złotych kapitałów obcych przypada w danym roku obrotowym na jedną złotówkę kapitału własnego. Jeśli jego wartość wynosi np. 2, to oznacza, iż kapitały obce są dwukrotnie wyższe od kapitału własnego

18 P.B. Sørensen, *Taxation and the optimal constraint on corporate debt finance*, „CESifo Working Paper” 2014, nr 5101, s. 2.

19 W. Gabrusewicz, *Analiza finansowa...*, s. 151.

przedsiębiorstwa. Trudno jest jednak w sposób arbitralny wskazać na wzorcowy (obiektywny) poziom tego wskaźnika, którego osiągnięcie zagwarantowałoby każdej jednostce gospodarczej stabilność finansową²⁰. Zdaniem wielu autorów optymalna struktura kapitału to taka, przy której przedsiębiorstwo generuje maksymalne nadwyżki finansowe z tytułu korzystania z kapitałów obcych przy zachowaniu akceptowalnego poziomu ryzyka²¹.

Z kolei interpretacja poziomu drugiego wskaźnika (W_{r_2}) sprowadza się do oceny **stopnia samofinansowania przedsiębiorstwa**. Im wartość tego wskaźnika jest wyższa, tym sytuacja finansowa przedsiębiorstwa jest bardziej stabilna, co oznacza, że jego właściciele i/lub zarządzający preferują konserwatywną strategię finansowania majątku, cechującą się m.in. wysokim udziałem kapitału własnego w pasywach ogółem i niskim ryzykiem finansowym²². Obecnie zauważa się, że długotrwale konserwatywne podejście do korzystania z długu prezentują duże i rentowne przedsiębiorstwa, cechujące się wysoką płynnością finansową, mające ustabilizowaną pozycję na dojrzałych rynkach i niskie oczekiwane koszty ewentualnych trudności finansowych. Co więcej, są to firmy o dużym potencjale wzrostu oraz stosunkowo niewielkich poziomach środków trwałych. Poza tym udowodniono, że zadłużaniem się nie są zainteresowane te firmy, które wytwarzają unikatowe produkty o wysokiej marży zysku dla niewielu klientów, oraz te, które planują w przyszłości wydatki inwestycyjne, np. fuzje lub przejęcia²³. Z kolei w odniesieniu do firm, które w strukturze finansowania posiadają dług, zaobserwowano, że w takim samym stopniu zadłużenie preferują firmy, które osiągają dochód do opodatkowania, jak i te, które ponoszą straty podatkowe, mimo że nie mogą generować oszczędności podatkowych z tytułu wspomagania finansowego²⁴.

Rozwinięciem pionowej analizy pasywów bilansu jest **analiza pozioma**, badająca wzajemne powiązania między poszczególnymi składnikami pasywów i aktywów przedsiębiorstwa. Celem tej analizy jest określenie stopnia zgodności między terminami wymagalności kapitałów a płynnością aktywów, czyli czasem zamiany ich na gotówkę. Generalne założenie jest takie, że termin wymagalności w stosunku do danego składnika kapitałowego przedsiębiorstwa nie powinien być krótszy niż czas zamiany na gotówkę tego składnika majątkowego, który jest finansowany owym składnikiem kapitałowym. Inaczej – dla zachowania równowagi

20 Por. L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtys, T. Waśniewski, B. Wersty, *Analiza ekonomiczna...*, s. 98.

21 Por. A. Skowronek-Mielczarek, Z. Leszczyński, *Analiza działalności i rozwoju przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2008, s. 126; W. Gabrusewicz, *Analiza finansowa...*, s. 150; T. Dudycz, *Analiza finansowa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 1999, s. 35; M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 319.

22 Por. W. Gabrusewicz, *Analiza finansowa...*, s. 151.

23 J.R. Graham, *How big are the tax benefits of debt?*, „The Journal of Finance” 2000, vol. 55, nr 5, s. 1901, 1933–1934.

24 R.H. Gordon, *Taxation and corporate use of debt: Implications for tax policy*, „National Tax Journal” 2010, vol. 63, nr 1, s. 170–171.

finansowej – kapitał stały powinien finansować te składniki aktywów, które są na stałe związane z przedsiębiorstwem, natomiast dług krótkoterminowy powinien służyć pokryciu zapotrzebowania na środki obrotowe²⁵.

Badając relacje między majątkiem i kapitałem przedsiębiorstwa, należy wziąć pod uwagę kryteria czasu i własności. **Złota zasada finansowania**, przyjmująca postać dwóch poniższych nierówności, przedstawia właściwe relacje między aktywami i pasywami wyodrębnione ze względu na czas²⁶:

$$\frac{\text{majątek długoterminowy}}{\text{kapitał długoterminowy}} \leq 1$$

$$\frac{\text{majątek krótkoterminowy}}{\text{kapitał krótkoterminowy}} \geq 1$$

Z punktu widzenia złotej zasady finansowania przedsiębiorstwo osiąga stabilność finansową wtedy, gdy kapitał długoterminowy w pełni finansuje majątek długoterminowy, a nawet go przewyższa (nierówność pierwsza)²⁷. Jeżeli z kolei stosunek majątku krótkoterminowego do kapitału krótkoterminowego będzie wskazywał na spełnienie nierówności drugiej, to dla przedsiębiorstwa będzie to oznaczało występowanie w strukturze kapitału wielce pożądanego kapitału pracującego. **Kapitał pracujący**, zwany **kapitałem obrotowym netto**, to część kapitału stałego finansującego majątek obrotowy. Jego wielkość ustalana jest w dwojaki sposób: jest on różnicą aktywów obrotowych i zobowiązań bieżących albo różnicą kapitału stałego i aktywów trwałych, co przedstawiają poniższe równania.

kapitał obrotowy netto (kapitał pracujący) = aktywa obrotowe – zobowiązania bieżące

kapitał obrotowy netto (kapitał pracujący) = kapitał stały – aktywa trwałe

W praktyce gospodarczej kapitał pracujący może posiadać wartość dodatnią (kiedy część majątku obrotowego jest finansowana kapitałem stałym), wartość ujemną (kiedy część zobowiązań bieżących finansuje majątek trwały) bądź też wartość oscylującą wokół zera (kiedy zobowiązania bieżące są równe aktywom obrotowym). Z uwagi na występujące w trakcie prowadzenia działalności gospodarczej wahania w przepływach gotówkowych, spowodowane np. zatorami płatniczymi czy też zmianami w otoczeniu, utrzymanie płynności finansowej jest często uzależnione od posiadania odpowiedniej wysokości kapitału pracującego. A zatem w takich sytuacjach jego rolą jest przede wszystkim zapewnienie ciągłości spłaty zobowiązań zgodnie z warunkami umów, a przez to podtrzymanie wiarygodności firmy, oraz zabezpieczenie przebiegu kolejnych cykli operacyjnych bez

25 Por. M. Hamrol (red.), *Analiza finansowa przedsiębiorstwa...*, s. 111–112.

26 W. Gabrusewicz, *Analiza finansowa...*, s. 160.

27 D. Annand, H. Dauderis, adapted by T. Jensen, *Introduction to Financial Accounting*, Lyryx Version 2021-A, s. 487.

strat. Kapitał pracujący przez badaczy jest rozważany w kontekście zarządzania należnościami, zapasami, ale także wpływu na rentowność przedsiębiorstwa²⁸.

Mimo że dodatni kapitał pracujący ma czasami kluczowe znaczenie dla kontynuacji działalności przedsiębiorstwa, to jednak strategiczna polityka finansowa nie powinna zmierzać ku jego maksymalizacji²⁹. Wysoki poziom kapitału pracującego może bowiem spowodować nieefektywne zamrożenie środków finansowych w aktywach obrotowych na długie lata, a ryzyko utraty płynności finansowej zamiast spadać zacznie rosnąć. Dlatego też najkorzystniejsza sytuacja dla przedsiębiorstwa, jeśli chodzi o poziom kapitału pracującego, jest taka, by jego rozmiar był zbliżony do zera³⁰.

Kolejną ważną zasadą finansowania przedsiębiorstwa jest **złota zasada bilansowa**, która mówi, iż majątek trwały powinien być w całości sfinansowany kapitałem własnym (poniższa nierówność)³¹. Uzasadnieniem dla tej reguły jest zbliżony czas związania tychże kategorii z przedsiębiorstwem – zarówno majątek trwały, jak i kapitał własny pozostają w dyspozycji danej jednostki gospodarczej przez długi czas. Jeśli te dwie pozycje bilansowe przyjmują zbliżone wartości, to jest to oznaka niezależności finansowej przedsiębiorstwa.

$$\frac{\text{kapitał własny}}{\text{majątek trwały}} \geq 1$$

Okazuje się jednak, że pełne pokrycie majątku trwałego kapitałem własnym jest w praktyce gospodarczej trudne do osiągnięcia. Dlatego też sformułowano bardziej liberalną zasadę wskazującą na konieczność pokrycia majątku trwałego kapitałem stałym. Relacja ta powinna być wyższa od jedności, co przedstawia poniższa nierówność.

$$\frac{\text{kapitał stały}}{\text{majątek trwały}} > 1$$

Niespełnienie powyższej nierówności oznacza, że przynajmniej częściowo przedsiębiorstwo finansuje składniki majątku trwałego krótkoterminowymi kapitałami obcymi, co w dłuższej perspektywie może zagrozić płynności finansowej³².

28 A. Gill, N. Biger, N. Mathur, *The relationship between working capital management and Profitability: Evidence from The United States*, „Business and Economics Journal” 2010, BEJ-10, s. 2.

29 Patrz: W. Skoczylas, *Wskaźniki i systemy wskaźników...*, s. 97.

30 R. Kowalak, *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa w badaniu zagrożenia upadłością*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 2008, s. 93–95.

31 W. Gabrusewicz, *Analiza finansowa...*, s. 161.

32 A. Skowronek-Mielczarek, Z. Leszczyński, *Analiza działalności...*, s. 127–128.

4.1.3. Mechanizm dźwigni finansowej

Jednym z głównych kryteriów wyboru źródeł finansowania przedsiębiorstwa jest ich wpływ na efektywność przedsiębiorstwa. Szczególną rolę w tym względzie odgrywa stosunek kapitału własnego do kapitałów obcych i jego oddziaływanie na rentowność kapitału własnego zwane **mechanizmem dźwigni finansowej**. Jednakże, by efekty z tytułu pozytywnego wspierania finansowego stały się udziałem przedsiębiorstwa, muszą zostać spełnione określone warunki odnoszące się do struktury kapitału i jego kosztu. Generalnie przedsiębiorstwo osiąga dodatkowe korzyści w postaci wzrostu rentowności kapitału własnego wtedy, gdy koszt (oprocentowanie) kapitałów obcych jest niższy od stopy zwrotu z całości pasywów (aktywów) mierzonej jako stosunek zysku netto do majątku (kapitałów) ogółem³³. Jeśli przedsiębiorstwo finansuje swoją działalność w całości kapitałem własnym, to rentowność kapitału własnego będzie tożsama z rentownością kapitału całkowitego (lub też aktywów ogółem). Co więcej, brak kapitałów obcych w strukturze kapitału będzie skutkował niewystąpieniem efektów dźwigni finansowej, natomiast w zamian przedsiębiorstwo zyska wysoki poziom bezpieczeństwa finansowego i niezachwianą płynność finansową.

Potencjał wzrostu rentowności kapitału własnego w związku z zaangażowaniem kapitałów obcych tkwi przede wszystkim w większych możliwościach rozwojowych przedsiębiorstwa, a dzięki temu w wyższej zyskowności w przyszłości oraz w tym, iż z reguły kapitały obce są tańsze od kapitału własnego. Na wyższy koszt kapitału własnego składają się większe oczekiwania właścicieli co do stopy zwrotu z tegoż kapitału i fakt, że kapitał własny finansuje głównie długookresowe przedsięwzięcia inwestycyjne obciążone wysokim ryzykiem.

Dotychczasowe wyniki badań potwierdzają, że struktura kapitału może mieć istotny wpływ na rentowność kapitału własnego. O pozytywnym rezultacie owego oddziaływania, zwanego efektem dźwigni finansowej, decydują trzy zmienne, tj.:

- wysokość oprocentowania kapitału obcego (koszt jego pozyskania),
- wysokość osiągniętego zysku (racjonalność wykorzystania kapitału),
- struktura kapitału³⁴.

A zatem, jeśli:

$$\text{rentowność kapitału całkowitego} > \text{oprocentowanie kapitałów obcych} = \text{pozytywny efekt dźwigni finansowej}$$

$$\text{rentowność kapitału całkowitego} < \text{oprocentowanie kapitałów obcych} = \text{negatywny efekt dźwigni finansowej}$$

33 W. Gabrusewicz, *Analiza finansowa...*, s. 172–173; A. Skowronek-Mielczarek, Z. Leszczyński, *Analiza działalności...*, s. 116.

34 W. Gabrusewicz, *Analiza finansowa...*, s. 176–177.

Efekt działania dźwigni finansowej obliczamy następująco³⁵:

$$EDF = W_{rkW} - W_{rkC}$$

gdzie:

EDF – efekt dźwigni finansowej,

W_{rkW} – wskaźnik rentowności kapitału własnego, będący relacją zysku netto do kapitału własnego,

W_{rkC} – wskaźnik rentowności kapitału całkowitego, będący relacją zysku netto do kapitału całkowitego.

Im wartość EDF jest wyższa, tym przedsiębiorstwo odnotowuje większy dodatni wpływ zaangażowania kapitałów obcych w finansowanie aktywów ogółem, mający odzwierciedlenie w wyższej rentowności kapitału własnego. Z kolei ujemna wartość wskaźnika EDF świadczy o nadmiernym zadłużeniu przedsiębiorstwa i/lub zbyt wysokich kosztach jego obsługi. Oznacza to, że stopa oprocentowania kapitałów obcych jest wyższa niż stopa zysku osiągnięta przez przedsiębiorstwo. Im większa jest różnica między tymi wielkościami, tym większe jest ujemne oddziaływanie mechanizmu dźwigni finansowej³⁶.

4.1.4. Płynność finansowa przedsiębiorstwa a jego wypłacalność

Obecnie posiadanie i utrzymanie płynności finansowej jest traktowane jako warunek konieczny działania i rozwoju każdej jednostki gospodarującej, a jej brak uważany jest za jedną z głównych przyczyn bankructwa przedsiębiorstw³⁷. Mimo to pojęcie płynności finansowej przedsiębiorstwa jak dotąd nie znalazło w literaturze przedmiotu jednolitej definicji³⁸. Generalnie jednak badacze problematyki płynności finansowej akcentują trzy jej aspekty, różnie je nazywając:

- **aspekt majątkowy** (przedstawiany jako „wymienialność aktywów” lub „likwidowalność”) wskazuje na zdolność przedsiębiorstwa do szybkiego obrotu środków pieniężnych oraz szybkość i pewność, z jaką aktywa obrotowe mogą być zamienione na pieniądź (lub inne aktywa) w krótkim czasie, przy zachowaniu niskich kosztów transakcji³⁹;
- **aspekt majątkowo-kapitałowy** (zwany zobowiązaniowym bądź też krótkoterminową wypłacalnością) określa zdolność przedsiębiorstwa do terminowego wywiązywania się z krótkoterminowych zobowiązań. Jest to najczęściej spotykana definicja płynności finansowej, aczkolwiek nie jedyna.

³⁵ Tamże, s. 176.

³⁶ A. Skowronek-Mielczarek, Z. Leszczyński, *Analiza działalności...*, s. 121–122.

³⁷ J. Mackevičius, R. Sneider, *Insolvency of an Enterprise and methods of financial analysis for predicting it*, „*Ekonomika*” 2010, vol. 89, nr 1, s. 55–56.

³⁸ M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, s. 145; G. Michalski, *Strategiczne zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 38.

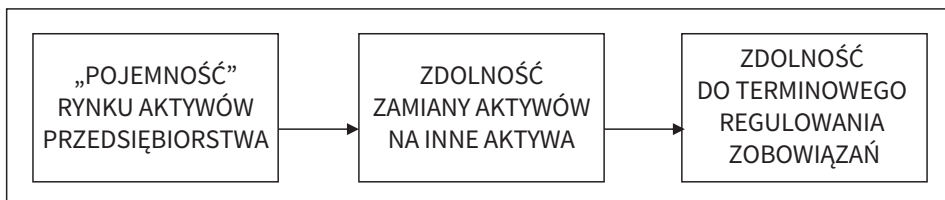
³⁹ W. Sasin, *Analiza płynności finansowej firmy*, Agencja Wydawnicza Interfart, Łódź 2002, s. 7.

- **aspekt przepływów pieniężnych** (dynamiczny) odzwierciedla zdolność przedsiębiorstwa do spłaty jej zobowiązań wszelkiego rodzaju w pełnej wysokości i w obowiązujących terminach oraz możliwość dokonania zakupów wszelkiego rodzaju dóbr, które są niezbędne do prawidłowego funkcjonowania jednostki⁴⁰. Ten aspekt płynności finansowej wyrażony jest w saldzie wpływów i wydatków finansowych przedsiębiorstwa. Podstawę oceny zmian sytuacji finansowej, wywołanych określonymi strumieniami pieniężnymi występującymi w działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej przedsiębiorstwa, stanowi rachunek przepływów pieniężnych⁴¹.

G. Michalski⁴² z kolei, próbując przybliżyć znaczenie terminu płynność finansowa, dostrzega zależność pomiędzy trzema jej przejawami, a mianowicie:

- zdolnością do spłaty bieżących zobowiązań,
- łatwością dokonywania transakcji wymiany, przy towarzyszących jej niskich kosztach transakcyjnych oraz
- przestrzenią dla transakcji na rynku tych aktywów, które są własnością przedsiębiorstwa.

Jeśli, np. wystąpi konieczność uregulowania zobowiązania, którego wartość przekracza posiadane przez przedsiębiorstwo-dłużnika zasoby środków pieniężnych, to jego spłata będzie uzależniona od możliwości zamiany danego aktywów (aktywów) na środki pieniężne. Z kolei owa zamiana zależy od tego, jaką „pojemność” ma rynek aktywów posiadanych przez jednostkę-dłużnika (rysunek 11).



Rysunek 11. Wzajemne powiązania między trzema spojrzeniami na płynność finansową

Źródło: G. Michalski, *Strategiczne zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 39.

Często pojęcie płynności finansowej jest utożsamiane z pojęciem wypłacalności finansowej, jednakże nie są to synonimy. **Wypłacalność finansowa** oznacza zdolność do pokrycia łącznych długów posiadanym majątkiem i jest niekiedy określana mianem płynności finansowej długoterminowej bądź też „równowagi

40 U. Wojciechowska, *Płynność finansowa polskich przedsiębiorstw w okresie transformacji gospodarki. Aspekty mikroekonomiczne i makroekonomiczne*, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2001, s. 14.

41 M. Burzykowska, J. Duraj, *Controllingowy wymiar oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009, s. 14.

42 G. Michalski, *Strategiczne zarządzanie...*, s. 38–39.

dochodowej”. A zatem przedsiębiorstwo może w długim okresie zachowywać równowagę dochodową, natomiast w krótkim – nie mieć płynności finansowej⁴³.

Pomiaru płynności finansowej można dokonać, stosując różne metody. Najczęściej jednak w tym celu wykorzystuje się:

- poziom aktywów bieżących i zobowiązań bieżących ujętych w bilansie przedsiębiorstwa,
- strumień gotówki operacyjnej zaewidencjonowanej w rachunku przepływów pieniężnych,
- metody mieszane, które uwzględniają zarówno dane zasobowe, jak i strumieniowe⁴⁴.

Na **statyczny (aktywowy)** wymiar oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa składają się następujące wskaźniki⁴⁵:

$$\text{wskaźnik bieżącej płynności finansowej} = \frac{\text{aktywa bieżące}}{\text{zobowiązania bieżące}}$$

Z uwagi na to, że poszczególne składniki aktywów obrotowych ujęte w bilansie nie zawsze spełniają kryterium czasu rotacji do 1 roku, powyższy wskaźnik wymaga modyfikacji, co przedstawia poniższa formuła:

$$\text{wskaźnik bieżącej płynności finansowej} = \frac{\begin{array}{l} \text{aktywa obrotowe} \\ - \text{należności z tytułu dostaw} \\ \text{i usług powyżej 12 miesięcy} \end{array}}{\begin{array}{l} \text{zobowiązania krótkoterminowe} \\ - \text{zobowiązania z tytułu dostaw} \\ \text{i usług powyżej 12 miesięcy} \\ + \text{rezerwy krótkoterminowe} \\ + \text{rozliczenia międzyokresowe} \\ \text{krótkoterminowe} \end{array}}$$

Wskaźnik bieżącej płynności finansowej, zwany wskaźnikiem płynności finansowej III stopnia, informuje o zdolności przedsiębiorstwa do terminowego regulowania zobowiązań krótkoterminowych na podstawie aktywów bieżących. Do składowych majątku bieżącego zaliczamy zasoby gotówki i ich substytuty oraz te zapasy, należności i rozliczenia międzyokresowe krótkoterminowe, których okres „wymienialności” na środki pieniężne nie jest dłuższy niż rok

43 G. Michalski, *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 43; M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, s. 145–146.

44 M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, s. 146.

45 T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Zasady analizy finansowej w praktyce. Przykłady i zadania*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1997, s. 109–110; M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, s. 146–147; M. Jerzemowska (red.), *Analiza ekonomiczna...*, s. 136–142.

bilansowy. Co więcej, ów wskaźnik przedstawia również poziom kapitału pracującego wykorzystywanego przez przedsiębiorstwo. Jeśli np. wartość wskaźnika bieżącej płynności wynosi 2,0, to znaczy, że aktywa bieżące będące w dyspozycji bądź w posiadaniu jednostki gospodarczej są w połowie finansowane kapitałem stałym. W ten sposób obliczoną wielkość wskaźnika można porównać z jego poziomami w latach ubiegłych (analiza *ex post*) lub też ze średnią wartością odnoszącą się do przedsiębiorstw danej branży (analiza przestrzenna). Za optymalny poziom tegoż wskaźnika uważa się przedział 1,2–2,0 lub też 1,5–2,0, co oznacza, że:

- wskaźniki o niższej wielkości niż zalecane standardy mogą świadczyć o trudnościach w terminowym regulowaniu zobowiązań,
- wskaźniki plasujące się w przedziale standardowym świadczą o osiągnięciu optimum w kształtowaniu płynności finansowej przedsiębiorstwa,
- wskaźniki o wyższej wielkości niż literalne normy świadczą o nadpłynności finansowej⁴⁶.

Drugim klasycznym wskaźnikiem stosowanym do oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa jest wskaźnik przyspieszonej płynności finansowej, zwany wskaźnikiem płynności finansowej II stopnia bądź wskaźnikiem szybkim. W związku z tym, że aktywa bieżące cechują się różnym stopniem płynności, czyli szybkości ich konwersji na gotówkę, istnieje konieczność pominięcia tych zapasów, których nie można stosunkowo szybko sprzedać, np. ze względu na ich nieprzydatność. Wskaźnik ten przyjmuje następującą konstrukcję:

$$\text{wskaźnik płynności przyspieszonej} = \frac{\text{aktywa bieżące} - \text{zapasy} - \text{rozliczenia międzyokresowe czynne}}{\text{zobowiązania bieżące}}$$

Wskaźnik ten obrazuje stopień pokrycia zobowiązań krótkoterminowych aktywami o dużym stopniu płynności. Wzorcowy poziom wskaźnika to 1. Przyjmuje się powszechnie, że spełnienie powyższej normy pozwala przedsiębiorstwu na bieżące regulowanie zobowiązań krótkoterminowych, jednakże w praktyce gospodarczej wskaźnik ten przyjmuje różne wartości, głównie w zależności od specyfiki branży i polityki finansowej zarządzających przedsiębiorstwem⁴⁷.

Powyżej zaprezentowane trio wskaźników płynności finansowej bardzo często jest uzupełniane o wskaźnik środków pieniężnych, zwany wskaźnikiem płynności finansowej I stopnia.

$$\text{wskaźnik środków pieniężnych} = \frac{\text{środki pieniężne} \text{ lub inwestycje krótkoterminowe}}{\text{zobowiązania bieżące}}$$

⁴⁶ M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, s. 147.

⁴⁷ M. Hamrol (red.), *Analiza finansowa przedsiębiorstwa...*, s. 153; M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, s. 147–148.

Wskaźnik środków pieniężnych określa, jaka część zobowiązań może być uregulowana przy pomocy aktywów, które mają postać gotówki lub inwestycji krótkoterminowych o charakterze jej substytutów. Literalnie zalecany poziom tego wskaźnika to 0,1–0,2, przy czym w praktyce gospodarczej jak dotąd nie wypracowano w tym względzie standardu. Okazuje się bowiem, że brak gotówki w kasie lub na rachunku bankowym nie oznacza utraty płynności finansowej przez przedsiębiorstwo, zwłaszcza gdy wpływy z tytułu należności są regularne i wystarczające do kontynuowania działalności. Jeśli jednak w otoczeniu firmy pojawia się szansa np. na udział w rentownym przedsięwzięciu inwestycyjnym, to owa firma z niej nie skorzysta i nie zwiększy rozmiaru generowanej nadwyżki. Z kolei nadmiar gotówki, czyli nadpłynność, świadczy o braku pomysłów na ich efektywną alokację i powoduje powstawanie tzw. kosztów utraconych możliwości⁴⁸. Środki finansowe pozostające na rachunku firmowym są często określane jako *aktywa niepracujące*, a efektywne zarządzanie nimi polega przede wszystkim na dążeniu do synchronizacji terminów i wielkości przepływów gotówkowych z tytułu należności i zobowiązań⁴⁹. Monitoring poziomu wskaźnika środków pieniężnych jest wskazany zwłaszcza w warunkach zatorów płatniczych, charakterystycznych dla gospodarki polskiej⁵⁰.

Na gruncie teorii, jak i praktyki gospodarczej wypracowano dodatkowo tzw. wskaźnik natychmiastowej płynności, będący relacją gotówki powiększonej o takie jej substytuty, które można zamienić na środki pieniężne w ciągu 3 miesięcy, i zobowiązań natychmiast wymagalnych, czyli takich, których okres wymagalności przypada na najbliższe 3 miesiące. Konstrukcja tego wskaźnika prezentuje się następująco⁵¹:

$$\text{wskaźnik natychmiastowej płynności} = \frac{\text{środki pieniężne i inne aktywa pieniężne}}{\text{zobowiązania bieżące o okresie zapadalności do 3 m.}}$$

Statyczne (zasobowe) wskaźniki płynności finansowej powinny stanowić tylko wstęp do oceny zdolności przedsiębiorstwa do regulowania zobowiązań zgodnie z warunkami określonymi przez kapitałodawców. Może okazać się bowiem, że z bilansowego punktu widzenia przedsiębiorstwo posiada ową zdolność, natomiast w rzeczywistości nie jest w stanie terminowo spłacać zaciągniętych długów. Taka sytuacja może wystąpić wtedy, gdy środki pieniężne przeznaczone na spłatę bieżącego zadłużenia ulokowane są w trudno ściągalnych lub nieściągalnych

48 M. Burzykowska, J. Duraj, *Controllingowy wymiar oceny płynności...*, s. 23–24.

49 A. Czajkowska, *Cash pooling jako instrument zarządzania środkami pieniężnymi grupy kapitałowej oraz usługa bankowa*, „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica” 2014, t. 1, nr 299, s. 178.

50 M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, s. 148.

51 Tamże.

należnościach czy też trudnych do zbycia zapasach. Dlatego też pomiar płynności finansowej powinien opierać się również na dynamicznych miernikach, do których zaliczamy chociażby wskaźnik płynności gotówkowej, przyjmujący następującą postać:

$$\text{wskaźnik płynności gotówkowej} = \frac{\text{przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej}}{\text{zobowiązania bieżące}}$$

Powyższy wskaźnik obrazuje stopień pokrycia zobowiązań bieżących nadwyżką finansową osiągniętą w ramach działalności operacyjnej. Źródłem informacji o wysokości owej nadwyżki jest rachunek *cash flow*. Stanowi ona sumę zysku bądź straty netto powiększoną o amortyzację i skorygowany wynik operacji z działalności inwestycyjnej, operacyjnej i finansowej. Wzrost poziomu tego wskaźnika jest oceniany pozytywnie pod warunkiem, że nie wywołuje trudności płatniczych⁵².

Obecnie znaczenie tradycyjnych (statycznych) metod pomiaru płynności finansowej przedsiębiorstwa, zarówno z punktu widzenia teorii, jak i praktyki gospodarczej, jest nadal bardzo duże. Miary te wykorzystywane są chociażby do badania wpływu płynności finansowej na rentowność przedsiębiorstwa czy jego wartość rynkową. W licznych badaniach udowadnia się istnienie istotnych statystycznie zależności o różnej sile i kierunku pomiędzy powyższymi kategoriami ekonomicznymi⁵³. Zróżnicowanie owych związków jest uwarunkowane przede wszystkim oddziaływaniem takich czynników wewnętrznych, jak strategia zarządzania majątkiem obrotowym lub kapitałem pracującym, wielkość przedsiębiorstwa i faza życia, w jakiej się ono znajduje, oraz czynniki zewnętrzne, jak strategie kredytowe wobec klientów i dostawców czy rodzaj i stopień dojrzałości sektora, w którym działa. Na wyniki badań ma również znaczenie dobór miar płynności finansowej i rentowności⁵⁴.

4.1.5. Wyniki finansowe przedsiębiorstwa

W najbardziej ogólnym ujęciu wynik finansowy stanowi różnicę między przychodami i kosztami. Jest on prezentowany w rachunku zysków i strat (inaczej: rachunku wyników), występującym w jednym z dwóch wariantów, tj. w wariancie

52 Tamże, s. 149.

53 Przeglądu wyników owych badań dokonała M. Bolek – taż, *Wpływ płynności na efektywność działania przedsiębiorstw notowanych na New Connect*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2016, vol. 82, nr 4, cz. 2, s. 13–30.

54 Tamże, s. 14, 16–17.

porównawczym bądź w wariancie kalkulacyjnym⁵⁵. Wynik finansowy może przyjąć wielkość dodatnią lub ujemną. Dodatni wynik finansowy oznacza zyskowość przedsiębiorstwa, natomiast ujemny świadczy o jego deficytowości, czyli o wystąpieniu straty⁵⁶. Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości⁵⁷ przez **zysk** rozumie „[...] uprawdopodobnione powstanie w okresie sprawozdawczym korzyści ekonomicznych, o wiarygodnie określonej wartości, w formie zwiększenia wartości aktywów, albo zmniejszenia wartości zobowiązań, które doprowadzą do wzrostu kapitału własnego lub zmniejszenia jego niedoboru w inny sposób niż wniesienie środków przez udziałowców lub właścicieli”. Z kolei **stratami** – wg powyższego aktu prawnego⁵⁸ – są „[...] uprawdopodobnione zmniejszenia w okresie sprawozdawczym korzyści ekonomicznych, o wiarygodnie określonej wartości, w formie zmniejszenia wartości aktywów, albo zwiększenia wartości zobowiązań i rezerw, które doprowadzą do zmniejszenia kapitału własnego lub zwiększenia jego niedoboru w inny sposób niż wycofanie środków przez udziałowców lub właścicieli”.

Obecnie na gruncie teorii rachunkowości wykształciły się dwie koncepcje zysku: koncepcja bieżącego wyniku ekonomicznego oraz koncepcja wyniku całościowego. W ramach bieżącego wyniku ekonomicznego uwzględnia się następujące pozycje rachunkowe (wariant kalkulacyjny): zysk brutto ze sprzedaży, zysk ze sprzedaży, zysk z działalności operacyjnej, zysk z działalności gospodarczej, zysk brutto i zysk netto. Ideą całościowego ujęcia wyniku jest natomiast przedstawienie wszystkich źródeł zmian wartości aktywów netto (kapitału własnego) w ciągu dotychczasowej działalności przedsiębiorstwa oraz identyfikacja czynników decydujących o przyszłych przepływach pieniężnych, od których zależy poziom aktywów netto w przyszłości⁵⁹.

Pomimo tego, iż do tej pory nie znaleziono konsensusu w odniesieniu do miejsca i wagi zysku w hierarchii celów współczesnego przedsiębiorstwa, nadal stanowi on najważniejsze wymierne kryterium oceny stopnia efektywności firmy⁶⁰. Wskaźniki mierzące wielkość wyniku finansowego można podzielić na dwie grupy:

- wskaźniki zdefiniowane wynikające z ogólnie przyjętych zasad ustalania i prezentacji wyników, np. zysk ze sprzedaży, zysk z działalności operacyjnej, zysk z działalności gospodarczej, zysk brutto czy zysk netto;
- alternatywne wskaźniki wyników, które nie są wskaźnikami zdefiniowanymi⁶¹.

55 W. Skoczylas, *Wskaźniki i systemy wskaźników...*, s. 81.

56 L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtys, T. Waśniewski, B. Wersty, *Analiza ekonomiczna...*, s. 59.

57 Dz. U. z 2021 r., poz. 217.

58 Tamże.

59 W. Skoczylas, *Wskaźniki i systemy wskaźników...*, s. 80–81.

60 A. Skowronek-Mielczarek, Z. Leszczyński, *Analiza działalności...*, s. 192.

61 W. Skoczylas, *Wskaźniki i systemy wskaźników...*, s. 79.

Tabela 8. Koncepcje wyniku finansowego

Koncepcja bieżącego wyniku operacyjnego	Koncepcja wyniku całościowego
Zmierza do przekazania informacji o efektach jednostki w okresie obrachunkowym.	Dąży do odzwierciedlenia zmian w bogactwie właścicieli jednostki (zmian wartości jej aktywów netto/ kapitału własnego).
Obejmuje zdarzenia mieszczące się w ramach działalności operacyjnej.	Obejmuje wszystkie zdarzenia wpływające na wartość aktywów netto jednostki, z wyjątkiem transakcji z właścicielami.
Ma orientację retrospektywną, ponieważ obejmuje przede wszystkim zdarzenia z aktualnego okresu obrachunkowego.	Ma orientację prospektywną, ponieważ największe znaczenie mają zmiany przyszłych przepływów pieniężnych wpływające na wartość aktywów netto, wynikające nie tylko ze zdarzeń w okresie obrachunkowym, ale również zmiany szacunków i prognoz przyszłych przepływów pieniężnych.

Źródło: P. Mućko, *Koncepcja zmian w sprawozdawczości finansowej spółek publicznych*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2008, s. 251, [za:] W. Skoczylas, *Wskaźniki i systemy wskaźników ekonomicznych w pomiarze dokonań przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2013, s. 81.

Alternatywne wskaźniki wyników często nazywane są wskaźnikami niewynikającymi z ogólnie przyjętych zasad rachunkowości (*non-GAAP*). Są one konstruowane na podstawie informacji pochodzących:

- ze sprawozdania finansowego, zgodnego z obligatoryjnymi normami prawnymi dotyczącymi sprawozdawczości finansowej lub są obliczane na podstawie danych zawartych w takim sprawozdaniu, ale nie są tożsame ze wskaźnikami zdefiniowanymi;
- z innych źródeł lub przy wykorzystaniu metod alternatywnych w stosunku do powszechnie przyjętych zasad rachunkowości.

Do najczęściej prezentowanych wskaźników alternatywnych zalicza się:

- zysk przed odliczeniem odsetek i opodatkowaniem EBIT (*Earnings Before Interest and Tax*),
- zysk operacyjny po opodatkowaniu NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*),
- zysk przed odliczeniem opodatkowania, odsetek i amortyzacji EBITDA (*Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*),
- *cash flow* itd.⁶²

Obowiązujące sposoby prowadzenia sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstw albo już są źródłem informacji o wskaźnikach prezentujących osiągnięte wyniki finansowe, albo służą do ich konstrukcji. Wynik finansowy jest podstawową kategorią wykorzystywaną do budowy wskaźników (mierników) rentowności, zwanych również wskaźnikami (miernikami) zyskowności lub stopami zwrotu.

⁶² Por. M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, s. 196; W. Skoczylas, *Wskaźniki i systemy wskaźników...*, s. 85.

Wskaźniki rentowności mogą być obliczane w ujęciu statycznym bądź dynamicznym. W związku z tym, że poziom wygenerowanego w danym roku obrotowym zysku zależy w jakiejś mierze także od poziomu tzw. bezgotówkowych składników przychodów i kosztów (np. amortyzacji), do oceny rentowności przedsiębiorstwa w krótkim okresie powinno wykorzystywać się poziom gotówki operacyjnej pochodzący z rachunku przepływów pieniężnych. Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej są bowiem rezultatem różnicy między realnymi wpływami a wydatkami, zysk zaś jako kategoria bilansowa (zwana też kategorią fikcyjną lub „papierową”) nie odzwierciedla w pełni rzeczywistej kondycji finansowej przedsiębiorstwa. Okazuje się jednak, że w długim okresie poziom generowanej nadwyżki pieniężnej powinien być przybliżony do poziomu osiągniętego zysku⁶³.

Ogólnie analiza rentowności obejmuje trzy grupy wskaźników wyodrębnione ze względu na zawartość mianownika:

- rentowność sprzedaży, zwana rentownością handlową,
- rentowność majątku (aktywów), zwana rentownością ekonomiczną,
- rentowność zaangażowanych kapitałów własnych, zwana rentownością finansową.

Do obliczania zyskowności przedsiębiorstwa mogą być wykorzystywane różne kategorie zysku odnoszone do różnych grup aktywów (aktywa trwałe, aktywa obrotowe) czy też kapitałów (kapitały własne, kapitały stałe, zobowiązania)⁶⁴. Zarówno liczba wskaźników, jak i ich konstrukcja zależą przede wszystkim od preferencji i umiejętności badacza, rodzaju użytkowników, wyników analizy, dostępu do informacji, a także specyfiki badanego przedsiębiorstwa.

4.1.5.1. Wskaźniki rentowności sprzedaży

Do podstawowych wskaźników rentowności sprzedaży można zaliczyć:

- stopę marży brutto,
- rentowność sprzedaży,
- rentowność operacyjną sprzedaży,
- rentowność sprzedaży brutto,
- rentowność sprzedaży netto,
- gotówkową rentowność sprzedaży.

Stopa marży brutto informuje, ile zysku brutto ze sprzedaży (marży), odniesionego do obrotu, pozostaje przedsiębiorstwu po uwzględnieniu kosztów wytworzenia produktów bądź świadczenia usług. Następnie owa marża pomniejszona o koszty ogólnego zarządu i koszty sprzedaży tworzy zysk (ewentualnie stratę) ze sprzedaży⁶⁵.

63 Por. M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, s. 200–201.

64 Tamże, s. 195.

65 Tamże, s. 196.

$$\text{stopa marży brutto} = \frac{\text{zysk brutto ze sprzedaży}}{\text{przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów}}$$

Rentowność sprzedaży odzwierciedla stopień realizacji celów operacyjnych w związku z prowadzoną przez przedsiębiorstwo działalnością podstawową oraz jego pozycję rynkową.

$$\text{rentowność sprzedaży} = \frac{\text{zysk ze sprzedaży netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów}}{\text{przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów}}$$

Rentowność operacyjna sprzedaży jest stosunkiem zysku z działalności operacyjnej przedsiębiorstwa do łącznych podstawowych i pozostałych przychodów operacyjnych.

$$\text{rentowność operacyjna sprzedaży} = \frac{\text{zysk z działalności operacyjnej}}{\text{przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów} + \text{pozostałe przychody operacyjne}}$$

W celu obliczenia **rentowności sprzedaży brutto** należy w pierwszej kolejności zsumować przychody z czterech poziomów rachunku wyników, tj.:

- przychody z działalności podstawowej,
- pozostałe przychody operacyjne,
- przychody finansowe⁶⁶.

$$\text{rentowność sprzedaży brutto} = \frac{\text{zysk brutto}}{\text{przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów} + \text{pozostałe przychody operacyjne} + \text{przychody finansowe}}$$

Rentowność sprzedaży netto, zwana również stopą zwrotu ze sprzedaży albo zwrotem ze sprzedaży, określa udział zysku netto przedsiębiorstwa w przychodach całkowitych. Im wyższy jest wskaźnik danej rentowności, tym kondycja finansowa jednostki gospodarczej jest korzystniejsza, co należy oceniać pozytywnie. Wskaźnik rentowności sprzedaży netto informuje o tym, jaką kwotę zysku netto wygenerowało przedsiębiorstwo z jednej złotówki łącznych przychodów w ciągu danego okresu sprawozdawczego⁶⁷.

⁶⁶ M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, s. 198.

⁶⁷ Tamże.

$$\text{rentowność sprzedaży netto} = \frac{\text{zysk netto}}{\text{przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów} + \text{pozostałe przychody operacyjne} + \text{przychody finansowe}}$$

Do oceny rentowności sprzedaży w ujęciu dynamicznym stosuje się m.in. **gotówkową rentowność sprzedaży**, która jest relacją rzeczywistego poziomu gotówki operacyjnej do przychodów podstawowych przedsiębiorstwa⁶⁸.

$$\text{gotówkowa rentowność sprzedaży} = \frac{\text{przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej}}{\text{przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów}}$$

4.1.5.2. Wskaźniki rentowności majątku (aktywów)

Kolejną grupą wskaźników rentowności są wskaźniki majątku (aktywów), do których można zaliczyć:

- rentowność majątku całkowitego, zwaną wskaźnikiem ROA (*return on assets*) bądź stopą zwrotu z aktywów,
- rentowność aktywów trwałych,
- rentowność aktywów obrotowych,
- pieniężną stopę zwrotu z aktywów⁶⁹.

Generalnie rentowność aktywów dostarcza informacji o rozmiarach osiągniętego zysku netto przypadającego na jednostkę pasywów, finansujących całkowity majątek przedsiębiorstwa. **Stopa zwrotu z aktywów** obrazuje zdolność aktywów przedsiębiorstwa do generowania nadwyżki finansowej netto. Im wartość tego wskaźnika jest wyższa, tym korzystniejsza jest sytuacja finansowa jednostki gospodarującej⁷⁰.

$$\text{rentowność majątku całkowitego} = \frac{\text{zysk netto}}{\text{średni stan aktywów ogółem}} \times 100\%$$

Uszczegóławiając ocenę rentowności aktywów, można dokonać obliczeń finansowej efektywności określonych grup aktywów bądź danego rodzaju aktywów. Najbardziej powszechny jest podział majątku na dwie kategorie, a mianowicie na majątek trwały i na majątek obrotowy. Dlatego też ustala się:

⁶⁸ Tamże, s. 200.

⁶⁹ Tamże, s. 201–203.

⁷⁰ L.J. Robison, S.D. Hanson, J. Roy Black, *Financial Management for Small Businesses, Financial Statements & Present Value Models*, Second Open Edition, 2021, East Lansing MI, <https://openbooks.lib.msu.edu/financialmanagement/front-matter/title-page/> (dostęp: 05.01.2022).

$$\text{rentowność aktywów trwałych} = \frac{\text{zysk netto}}{\text{średni stan aktywów trwałych}} \times 100\%$$

i

$$\text{rentowność aktywów obrotowych} = \frac{\text{zysk netto}}{\text{średni stan aktywów obrotowych}} \times 100\%$$

Aby poszerzyć wachlarz wskaźników rentowności aktywów, można dodatkowo zastosować pieniężną stopę zwrotu z aktywów, która określa zdolność łącznego majątku przedsiębiorstwa do osiągania dodatnich przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej. Ów dynamiczny wskaźnik rentowności aktywów dostarcza informacji o wielkości gotówki operacyjnej przypadającej na 1 zł całości pasywów bądź całości aktywów, określoną ich grupę lub dany rodzaj⁷¹.

$$\text{pieniężna stopa zwrotu z aktywów} = \frac{\text{przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej}}{\text{średni stan aktywów ogółem}} \times 100\%$$

4.1.5.3. Wskaźniki rentowności kapitałów własnych (rentowności finansowej)

Trzeci obszar analizy i oceny rentowności przedsiębiorstwa odnosi się do efektywności zaangażowanego w przedsiębiorstwie kapitału własnego, czyli tzw. **rentowności finansowej**. Głównymi użytkownikami wyników analizy rentowności owego kapitału są właściciele przedsiębiorstw, którzy oczekują od zarządzających możliwie najwyższych stóp zwrotu z akcji, udziałów czy innych form wkładu. Wskaźnik rentowności kapitałów własnych (ROE) określa marżę zysku netto, jaka została wygospodarowana z jednej jednostki kapitału własnego⁷². Innymi słowy, jest to kwota zysku netto przypadająca na 1 zł zainwestowanego lub zakumulowanego kapitału pochodzącego od właścicieli przedsiębiorstwa lub zgromadzonego w toku prowadzonej działalności gospodarczej.

$$\text{rentowność kapitału własnego} = \frac{\text{zysk netto}}{\text{średni stan kapitału własnego}} \times 100\%$$

71 M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, s. 203.

72 Tamże, s. 203–204.

Im wyższa jest stopa zwrotu z kapitału własnego, tym bardziej realna staje się perspektywa uzyskania przez właścicieli należnego im udziału w zysku netto przedsiębiorstwa. Poza tym zysk netto stanowi dla wielu jednostek gospodarczych główne źródło finansowania rozwoju i spłaty zaciągniętych zobowiązań.

Ze względu na zróżnicowaną terminowość i wielkość poszczególnych źródeł finansowania (a co za tym idzie – także proporcje ich udziału w kapitałach ogółem w danym czasie), do zachowania bezpieczeństwa finansowego w przedsiębiorstwie niezwykle ważny jest udział długu długoterminowego w całości pasywów. W związku z tym w ramach analizy wskaźnikowej oblicza się także wskaźnik rentowności kapitału stałego⁷³.

$$\text{rentowność kapitału stałego} = \frac{\text{zysk netto + odsetki od długów długoterminowych po opodatkowaniu}}{\text{średni stan kapitału stałego}} \times 100\%$$

W odniesieniu do pomiaru rentowności posiadanych bądź będących w czasowej dyspozycji kapitałów stosuje się, podobnie jak w przypadku rentowności majątku czy sprzedaży, pieniężną stopę zwrotu, która może przyjąć następującą postać⁷⁴:

$$\text{pieniężna stopa zwrotu z kapitału własnego} = \frac{\text{pieniężna stopa zwrotu z kapitału własnego}}{\text{średni stan kapitału własnego}}$$

Reasumując, wskaźniki rentowności majątku oraz rentowności kapitału własnego są najbardziej syntetycznymi wskaźnikami ekonomicznymi, przedstawiającymi w sposób ogólny i holistyczny obraz efektywności netto gospodarki przedsiębiorstwa. Wskaźniki te są wykorzystywane do tzw. wstępnej (ogólnej) analizy sytuacji finansowej jednostki. Pogłębiona analiza rentowności przedsiębiorstwa powinna obejmować nie tylko jej pomiar za pomocą mniej lub bardziej szczegółowych wskaźników, ale także pozwolić ustalić przyczyny istniejącego stanu rzeczy⁷⁵.

⁷³ Tamże, s. 208.

⁷⁴ Tamże, s. 209.

⁷⁵ M. Hamrol (red.), *Analiza finansowa przedsiębiorstwa...*, s. 64.

4.2. Analiza i ocena gospodarki finansowej Grupy Kapitałowej Comarch w latach 2017–2020 – studium przypadku

Przedmiotem wstępnej analizy i oceny gospodarowania sferą finansów jest działalność Grupy Kapitałowej Comarch SA. Spółka dominująca tejże grupy kapitałowej działa pod firmą Comarch SA. Siedzibą spółki jest Kraków, al. Jana Pawła II 39A. Okres analizy obejmuje lata 2017–2020.

Początki spółki sięgają roku 1991, natomiast akt notarialny, inicjujący powstanie (wtedy jeszcze) Comarch sp. z o.o., został podpisany w dniu 28 października 1993 roku. Od 2001 roku badana spółka działa także na podstawie zezwolenia na prowadzenie działalności gospodarczej na terenie Krakowskiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej. W 1999 roku zadebiutowała na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Aktualnie kapitalizacja Comarch SA przekroczyła kwotę 500 mln \$. W skład GK wchodzi 59 spółek, które – działając na 5 kontynentach w 34 krajach, w 90 biurach na całym świecie i zatrudniając prawie 6500 pracowników – tworzą globalną sieć produkcji i sprzedaży nowoczesnych systemów informatycznych dla telekomunikacji, branży finansowej, bankowości i ubezpieczeń, handlu i usług, infrastruktury IT, administracji publicznej, wyższych uczelni, linii lotniczych, motoryzacji, rynków kapitałowych, przemysłu, służby zdrowia, a także sektora MSP. Comarch, planując swoją strategię rozwoju, uwzględnia aspekty społeczne i środowiskowe, z pełną świadomością ograniczając wpływ swojej działalności na środowisko naturalne, minimalizując zużycie zasobów naturalnych oraz ograniczając wytwarzanie odpadów powstających w wyniku bieżącej działalności. Silnie zdywersyfikowany przedmiot działania grupy oraz troskę o wszystkich jej interesariuszy potwierdza sformułowana w następujących punktach strategia jej rozwoju⁷⁶:

- Rozwój własnych produktów. Duże inwestycje w badania i rozwój.
- Zatrudnianie pracowników o najwyższych kwalifikacjach.
- Forsowanie rozwoju sprzedaży międzynarodowej.
- Dbanie o jakość produktów i satysfakcję klientów⁷⁷.

Według statutu Comarch SA⁷⁸ kapitał zakładowy spółki wynosi 8 133 349,00 zł i dzieli się na 8 133 349 akcji, w tym: 1 748 400 akcji imiennych, uprzywilejowanych co do głosu 5 : 1 o wartości nominalnej 1,00 zł każda i 6 384 949 akcji zwykłych na okaziciela o wartości nominalnej 1,00 zł każda. Biorąc pod uwagę stan

76 Comarch, *Raport roczny 2020*, https://www.comarch.pl/files-pl/file_756/Raport_Roczny_2020_PL_v9.pdf (dostęp: 02.12.2021).

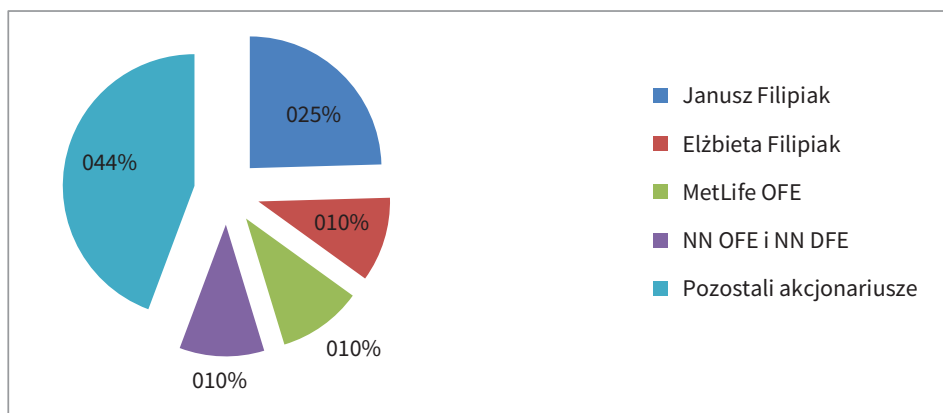
77 Comarch, *O firmie*, <https://www.comarch.pl/o-firmie/profil/> (dostęp: 02.12.2021).

78 Comarch, *Protokół. Tekst jednolity Statutu Comarch SA z siedzibą w Krakowie, stan na dzień 24 czerwca 2020 roku*, s. 3–4, https://www.comarch.pl/files-pl/file_777/STATUT_2020_06_24.pdf (dostęp: 02.12.2021).

akcjonariatu na dzień 17.11.2021 roku⁷⁹, wśród akcjonariuszy spółki dominującej posiadających pośrednio lub bezpośrednio poprzez podmioty zależne co najmniej 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (w skr. WZA) Comarch SA znajdowali się:

- Janusz Filipiak – posiada 1 997 027 akcji spółki, które uprawniają do 5 569 027 głosów na WZA (36,82%) i dają 24,55% udział w kapitale zakładowym jednostki,
- Elżbieta Filipiak – posiada 846 000 akcji spółki, które uprawniają do 4 230 000 głosów na WZA (27,96%) i dają 10,40% udział w kapitale zakładowym jednostki,
- MetLife Otwarty Fundusz Emerytalny (w skrócie MetLife OFE) zarządzany przez MetLife PTE SA – posiada 841 097 akcji spółki, które uprawniają do 841 097 głosów na WZA (5,56%) i dają 10,34% w kapitale zakładowym jednostki,
- Nationale-Nederlanden Otwarty Fundusz Emerytalny (w skrócie NN OFE) i Nationale-Nederlanden Dobrowolny Fundusz Emerytalny (w skrócie NN DFE) zarządzane przez Nationale-Nederlanden PTE SA – posiadają łącznie 846 571 akcji spółki, które uprawniają do 846 571 głosów na WZA (5,60%) i dają 10,41% udział w kapitale zakładowym spółki.

Poza tym zmiany w strukturze pozostałych akcjonariuszy badanej spółki następują ciągle z uwagi na notowania jej akcji na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.



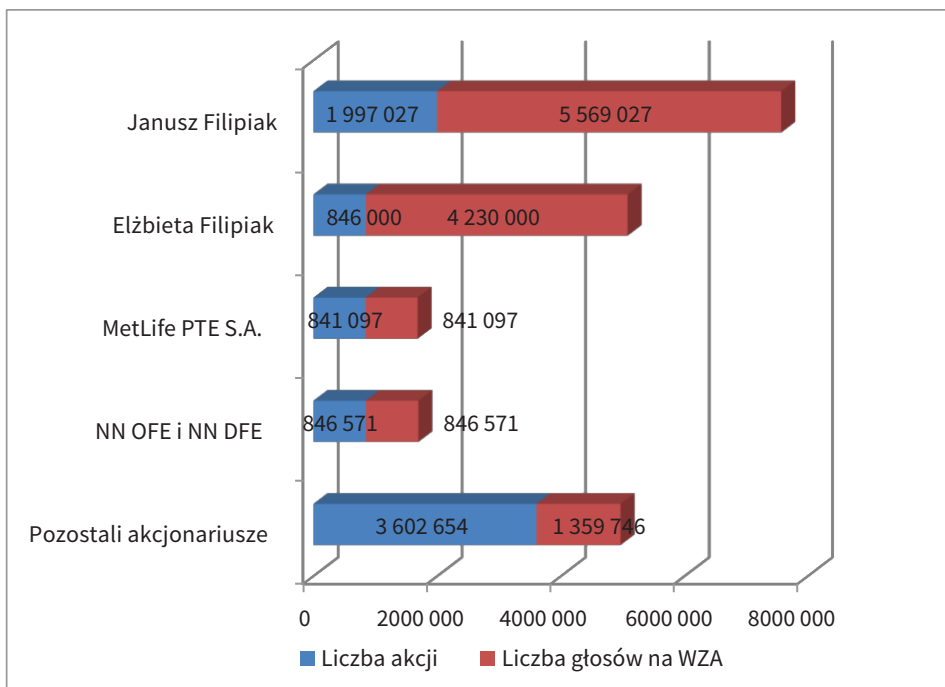
Rysunek 12. Struktura akcjonariatu Comarch SA wg udziału kapitałowego

Źródło: opracowanie własne na podstawie Comarch, *Struktura akcjonariatu*, <http://www.comarch.pl/relacje-inwestorskie/struktura-akcjonariatu/> (dostęp: 02.12.2021) – stan na 17 listopada 2021 roku.

⁷⁹ Comarch, *Struktura akcjonariatu*, <http://www.comarch.pl/relacje-inwestorskie/struktura-akcjonariatu/> (dostęp: 02.12.2021).

Różnica między liczbą głosów (z tytułu posiadanego kapitału akcyjnego) i liczbą akcji spółki Comarch SA jest spowodowana występowaniem w strukturze jej kapitału zakładowego zarówno akcji zwykłych na okaziciela, jak i akcji imiennych, uprzywilejowanych, w liczbie 1 748 400. Kapitał uprzywilejowany stanowi 21,50% łącznej liczby akcji i daje 57,79% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy spółki.

Analizując treść powyżej przedstawionej strategii Comarch SA, jej dotychczasowe osiągnięcia w sferze społeczno-gospodarczej i pozycję rynkową, można dojść do wniosku, że skuteczna filozofia zarządzania ową spółką ukonstytuowała się na podstawie długoletniego doświadczenia w tworzeniu specjalistycznego oprogramowania i rozwiązań IT dla strategicznych sektorów gospodarki, wysokich nakładów na prace badawczo-rozwojowe (17,2% przychodów ze sprzedaży grupy Comarch w 2020 roku, co stanowiło 263,7 mln zł⁸⁰), dzięki ciągłemu rozwojowi zasobów ludzkich oraz przestrzeganiu zasad tzw. społecznie odpowiedzialnego biznesu.



Rysunek 13. Struktura akcjonariatu Comarch SA wg liczby akcji i wg liczby głosów na WZA

Źródło: opracowanie własne na podstawie Comarch, *Struktura akcjonariatu*, <http://www.comarch.pl/relacje-inwestorskie/struktura-akcjonariatu/> (dostęp: 02.12.2021) – stan na dzień 17 listopada 2021 roku.

⁸⁰ Comarch, *Raport Roczny 2020*, https://www.comarch.pl/files-pl/file_756/Raport_Roczny_2020_PL_v9.pdf, s. 35 (data dostępu: 02.12.2021).

4.2.1. Wielkość i zmiany pasywów wybranej grupy kapitałowej

W tabeli 9 zaprezentowano rozmiar pasywów Grupy Kapitałowej Comarch w latach 2017–2020 na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych za poszczególne lata obrotowe. Za prowadzenie rachunkowości badanej grupy zgodnie z przepisami Ustawy o rachunkowości⁸¹ oraz zgodnie z wymogami określonymi w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 29 marca 2018 roku w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim⁸², odpowiedzialny jest zarząd spółki Comarch SA – spółki dominującej w GK Comarch.

Skonsolidowane sprawozdania finansowe badanej grupy sporządzane są zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej (MSSF), przyjętymi przez Unię Europejską. Kryteria znajdujące się w MSSF służą grupie Comarch także do określania zakresu i metod konsolidacji, jak również stosunku zależności. W odniesieniu do jednostek zależnych stosuje się metodę pełną konsolidacji przez sumowanie w pełnej wysokości wszystkich, odpowiednich pozycji sprawozdań finansowych podmiotu dominującego i jednostek zależnych, objętych konsolidacją. Z kolei w przypadku jednostek stowarzyszonych wykorzystuje się metodę praw własności. Wartość udziału jednostki dominującej w jednostce stowarzyszonej korygowana jest o przysługujące jednostce dominującej zwiększenia kapitału własnego jednostki stowarzyszonej, które miały miejsce w ciągu okresu objętego konsolidacją.

Proces sporządzania sprawozdań finansowych GK Comarch podlega, zgodnie z obowiązującymi w grupie wewnętrznymi procedurami sporządzania i zatwierdzania sprawozdań finansowych, kontroli wewnętrznej i zarządzaniu ryzykiem⁸³. Spółka dominująca prowadzi dokumentację opisującą przyjęte przez nią zasady rachunkowości, które zawierają m.in. informacje dotyczące sposobu wyceny aktywów i pasywów, ustalania wyniku finansowego, prowadzenia ksiąg rachunkowych oraz systemu ochrony danych i ich zbiorów. W tym celu wykorzystuje komputerowe systemy ewidencji księgowej. Zarówno sprawozdania jednostkowe, jak i skonsolidowane sporządzane są wspólnie przez pracowników działów księgowości, rynku kapitałowego, controllingu, finansowego pod kontrolą głównej księgowej i dyrektora finansowego. Roczne sprawozdania jednostkowe i skonsolidowane

81 Dz. U. z 2021 r., poz. 217, tekst jednolity ze zm.

82 Dz. U. z 2018 r., poz. 757, tekst jednolity.

83 Badana spółka giełdowa utrzymuje skuteczne systemy: kontroli wewnętrznej, zarządzania ryzykiem oraz nadzoru zgodności działalności z prawem (*compliance*), a także skuteczną funkcję audytu wewnętrznego, odpowiednie do wielkości spółki i rodzaju oraz skali prowadzonej działalności, za działanie których odpowiada zarząd. Patrz: Comarch, *Informacja na temat stanu stosowania przez spółkę zasad zawartych w Zbiorze Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2021*, https://www.comarch.pl/files-pl/file_780/Informacja_o_stanie_stosowania_Dobre_Praktyki_Spolek_Notowanych_na_GPW_2021_EBI_4.pdf (dostęp: 02.12.2021).

podlegają badaniu, natomiast sprawozdania półroczne przeglądowi przez niezależnego biegłego rewidenta wybieranego przez Radę Nadzorczą Spółki. Co więcej, badaniu przez podmioty uprawnione do badania sprawozdań finansowych podlegają także sprawozdania finansowe niektórych jednostek zależnych⁸⁴.

Analizując zmiany poziomu poszczególnych pozycji kapitałowych badanej grupy, zarówno w wielkościach względnych, jak i bezwzględnych, można zauważyć pozytywną tendencję w ich kształtowaniu na przestrzeni 4-letniego okresu badawczego (tabela 9). Dynamika pasywów z roku na rok była coraz szybsza – w roku 2018 w stosunku do 2017 wynosiła 10,4%, w roku 2019 – 10,6%, jedynie w roku 2016 – 8,7%. Co więcej, ów przyrost był w głównej mierze spowodowany powiększaniem się wielkości kapitałów własnych, odpowiednio o 2,9% w 2018 roku, o 10,8% w 2019 roku i o 13,2% w 2020 roku, oraz kapitałów obcych krótkoterminowych w 2018 roku w stosunku do roku minionego o 33,4%.

Tabela 9. Pasywa Grupy Kapitałowej Comarch w latach 2017–2020 (w tys. zł)

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020
1	2	3	4	5
Kapitał własny razem	851 190	876 108	970 756	1 098 547
Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy spółki	835 062	858 146	952 123	1 080 039
Kapitał zakładowy	8 133	8 133	8 133	8 133
Kapitał zapasowy ze sprzedaży akcji powyżej wartości nominalnej	–	–	84 446	84 446
Pozostałe kapitały	143 041	143 041	58 595	58 595
Różnice kursowe	4 169	8 837	10 168	29 653
Zysk netto za okres bieżący	64 626	30 616	790 781	899 212
Niepodzielony wynik finansowy	665 525	667 519		
Zmiany niepodzielonego wyniku z tytułu zastosowania MSSF 15	50 432	–	–	–
Kapitały przypadające udziałom niedającym kontroli	16 128	17 962	18 633	18 508
Kapitał obcy razem	657 262	789 837	871 955	905 011
Zobowiązania długoterminowe	237 668	230 184	257 351	252 430
Kredyty i pożyczki	185 596	175 010	141 718	116 760

84 Comarch, Oświadczenie zarządu Comarch SA o stosowaniu ładu korporacyjnego w 2019 roku, s. 14–15. https://www.comarch.pl/files-pl/file_381/RS-2019-Oswiadczenie-o-stosowaniu-ladu-korporacyjnego.pdf (dostęp: 02.12.2021).

1	2	3	4	5
Inne zobowiązania	6 928	9 801	4 998	6 305
Zobowiązanie z tytułu leasingu	–	–	59 001	75 145
Zobowiązania finansowe wyceniane wg wartości godziwej – instrumenty pochodne	736	1 338	2 909	5 639
Pozostałe zobowiązania finansowe	446	410	–	–
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	43 962	43 625	48 725	46 778
Rezerwy na pozostałe zobowiązania i obciążenia	–	–	–	1 803
Zobowiązania krótkoterminowe	419 594	559 653	614 604	652 581
Zobowiązania handlowe oraz pozostałe zobowiązania	177 320	182 502	191 770	216 128
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku dochodowego	4 942	9 007	8 765	24 794
Zafakturowane przychody dotyczące kontraktów długoterminowych	65 133	163 818	172 831	147 651
Kredyty i pożyczki	39 111	40 267	41 091	40 176
Zobowiązania z tytułu leasingu	–	–	15 730	19 142
Zobowiązania finansowe wyceniane wg wartości godziwej – instrumenty pochodne	509	479	–	3 820
Pozostałe zobowiązania finansowe	165	328	4 009	5 249
Rezerwy na pozostałe zobowiązania i obciążenia	132 414	163 252	180 408	195 621
Pasywa razem	1 508 452	1 665 945	1 842 711	2 003 558

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych danych finansowych GK Comarch za lata 2017–2020; Comarch, *Skonsolidowany raport roczny RS 2018*, https://www.comarch.pl/files-pl/file_420/RS-2018.pdf (dostęp: 02.12.2021), Comarch, *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy Kapitałowej Comarch za okres 01.01.2020–31.12.2020*, Kraków 2021, https://www.comarch.pl/files-pl/file_718/SRR_2020_Skonsolidowane_sprawozdanie_finance.pdf (dostęp: 02.12.2021).

Badana grupa kapitałowa w niewielkim stopniu z okresu na okres podwyższyła poziom zobowiązań długoterminowych – w roku 2018 w stosunku do roku poprzedniego zwiększyły się one tylko o 7484 tys. zł, co stanowiło 3,1%, w roku 2019 o 27 167 tys. zł, co w ujęciu dynamicznym dało 11,8%, z kolei w roku 2020 o 4921 tys. zł, czyli 1,9%. Poza tym w latach 2019–2020 badana jednostka wyróżniła się niewielkim tempem zmian zobowiązań krótkoterminowych, tj. w roku 2019

przyrosły one o 9,8%, a w roku 2020 o 6,2%. Reasumując, w ujęciu bezwzględnym w latach 2017–2020 pasywa ogółem powiększyły się o kwotę 495 106 tys. zł, co oznacza względną zmianę na poziomie 32,8%. Do owego pozytywnego wzrostu przyczynił się w zdecydowanej mierze kapitał własny łącznie – wzrósł o 247 357 tys. zł oraz kapitał obcy ogółem – wzrósł o 247 749 tys. zł, przy czym na przyrost długu ogółem w całym badanym okresie w największym stopniu wpłynął wzrost zobowiązań krótkoterminowych o 232 987 tys. zł w 2020 roku w stosunku do roku 2017.

Tabela 10. Zmiany pasywów Grupy Kapitałowej Comarch w latach 2017–2020 w wielkościach bezwzględnych (tys. zł) i względnych (%)

Wyszczególnienie	2018		2019		2020	
	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%
1	2	3	4	5	6	7
Kapitał własny razem	24 918	2,9	94 648	10,8	127 791	13,2
Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy spółki	23 084	2,8	93 977	11,0	127 916	13,4
Kapitał zakładowy	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Kapitał zapasowy ze sprzedaży akcji powyżej wartości nominalnej	–	–	84 446	–	0	0,0
Pozostałe kapitały	0	0,0	84 446	59,0	0	0,0
Różnice kursowe	4668	112,0	1331	15,1	19 485	191,6
Zysk netto za okres bieżący	34 010	52,6	92 646	13,3	108 431	13,7
Niepodzielony wynik finansowy	1994	0,3				
Zmiany niepodzielonego wyniku z tytułu zastosowania MSSF 15	50 432	100,0	0	–	0	–
Kapitały przypadające udziałom niedającym kontroli	1834	11,4	671	3,7	125	0,7
Kapitał obcy razem	132 575	20,2	82 118	10,4	33 056	3,8
Zobowiązania długoterminowe	7484	3,1	27 167	11,8	4921	1,9
Kredyty i pożyczki	10 586	5,7	33 292	19,0	24 958	17,6
Inne zobowiązania	2873	41,5	4803	49,0	1307	26,2
Zobowiązanie z tytułu leasingu	0	–	59 001	–	16 144	27,4

1	2	3	4	5	6	7
Zobowiązania finansowe wyceniane wg wartości godziwej – instrumenty pochodne	602	81,8	1571	117,4	2730	93,8
Pozostałe zobowiązania finansowe	36	8,1	410	100,0	0	–
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	337	0,8	5100	11,7	1947	4,0
Rezerwy na pozostałe zobowiązania i obciążenia	0	–	0	–	1803	–
Zobowiązania krótkoterminowe	140 059	33,4	54 951	9,8	37 977	6,2
Zobowiązania handlowe oraz pozostałe zobowiązania	5182	2,9	9268	5,1	24 358	12,7
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku dochodowego	4065	82,3	242	2,7	16 029	182,9
Zafakturowane przychody dotyczące kontraktów długoterminowych	98 685	151,5	9013	5,5	25 180	14,6
Kredyty i pożyczki	1156	3,0	824	2,0	915	2,2
Zobowiązania z tytułu leasingu	0	–	15 730	–	3412	21,7
Zobowiązania finansowe wyceniane wg wartości godziwej – instrumenty pochodne	30	5,9	479	100,0	3820	–
Pozostałe zobowiązania finansowe	163	98,8	3681	1122,3	1240	30,9
Rezerwy na pozostałe zobowiązania i obciążenia	30 838	23,3	17 156	10,5	15 213	8,4
Pasywa razem	157 493	10,4	176 766	10,6	160 847	8,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych sprawozdawczych z tabeli 9.

4.2.2. Wskaźniki struktury, zadłużenia i zasady finansowania badanego przedsiębiorstwa

We wszystkich latach przeprowadzonej analizy udział kapitału własnego w całości pasywów badanej GK przekraczał poziom 50% – oznacza to, że jednostka w większej proporcji finansuje się z kapitałów własnych niż obcych. Co więcej, można też zaobserwować wyraźną stabilizację w kształtowaniu się wskaźnika struktury

kapitału własnego na przestrzeni lat 2017–2020. W tym okresie przyjmował on poziomy od 52,6 w 2018 roku do 56,4 w 2017.

Tabela 11. Wskaźniki struktury kapitałów własnych i obcych Grupy Kapitałowej Comarch w latach 2017–2020 (w %)

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020
1	2	3	4	5
Kapitał własny razem	56,4	52,6	52,7	54,8
Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy spółki	98,1	97,9	98,1	98,3
Kapitał zakładowy	1,0	0,9	0,8	0,8
Kapitał zapasowy ze sprzedaży akcji powyżej wartości nominalnej	–	–	8,9	7,8
Pozostałe kapitały	17,1	16,7	6,2	5,4
Różnice kursowe	0,5	1,0	1,1	2,7
Zysk netto za okres bieżący	7,7	3,6	83,0	83,3
Niepodzielony wynik finansowy	79,7	77,8		
Zmiany niepodzielonego wyniku z tytułu zastosowania MSSF 15	6,0	–	–	–
Kapitały przypadające udziałom niedającym kontroli	1,9	2,1	1,9	1,7
Kapitał obcy razem	43,6	47,4	47,3	45,2
Zobowiązania długoterminowe	36,2	29,1	29,5	27,9
Kredyty i pożyczki	78,1	76,0	55,1	46,3
Inne zobowiązania	2,9	4,3	2,0	2,5
Zobowiązanie z tytułu leasingu	–	–	22,9	29,8
Zobowiązania finansowe wyceniane wg wartości godziwej – instrumenty pochodne	0,3	0,6	1,1	2,2
Pozostałe zobowiązania finansowe	0,2	0,2	–	–
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	18,5	18,9	18,9	18,5
Rezerwy na pozostałe zobowiązania i obciążenia	–	–	–	0,7
Zobowiązania krótkoterminowe	63,8	70,9	70,5	72,1

1	2	3	4	5
Zobowiązania handlowe oraz pozostałe zobowiązania	42,3	32,6	31,2	33,1
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku dochodowego	1,2	1,6	1,4	3,8
Zafakturowane przychody dotyczące kontraktów długoterminowych	15,5	29,3	28,1	22,6
Kredyty i pożyczki	9,3	7,2	6,7	6,2
Zobowiązania z tytułu leasingu	–	–	2,6	2,9
Zobowiązania finansowe wyceniane wg wartości godziwej – instrumenty pochodne	0,1	0,1	–	0,6
Pozostałe zobowiązania finansowe	0,04	0,06	0,6	0,8
Rezerwy na pozostałe zobowiązania i obciążenia	31,6	29,2	29,4	30,0
Pasywa razem	100	100	100	100

Źródło: opracowanie własne.

Do stabilizacji wskaźnika struktury kapitału własnego w badanym okresie przyczyniły się przede wszystkim: niezmienniający się poziom kapitału zakładowego, stabilne wskaźniki udziału niepodzielonego wyniku finansowego oraz bieżącego zysku netto w strukturze pasywów ogółem. Warto również odnotować, iż w powyższym okresie miały miejsce: spadek wartości wskaźników struktury pozostałych kapitałów, spadek poziomu wskaźników struktury zobowiązań długoterminowych i wzrost poziomu wskaźników krótkoterminowych. Takie trendy w poziomach wskaźników udziału najważniejszych pozycji kapitałowych w pasywach całkowitych badanej grupy kapitałowej świadczą o tym, że zarządzający i/lub właściciele preferują głównie własne wewnętrzne źródła finansowania działalności gospodarczej, tworząc tym samym bezpieczne podstawy do trwałego, długofalowego rozwoju jednostki.

Poddając analizie i ocenie poziom zadłużenia badanej GK można dojść do wniosku, że najwyższy poziom wskaźnika udziału kapitałów obcych łącznie w całości pasywów jednostka odnotowała w 2018 roku (47,4). W kolejnych latach stopniowo ulegał on obniżeniu do poziomu 45,2 w 2020 roku. Odwrotną tendencję z kolei można zauważyć w odniesieniu do wskaźnika udziału kapitału stałego w pasywach ogółem – wzrósł on z poziomu 66,4% w 2018 roku do poziomu 67,4% w 2020 roku. Oznacza to, że w badanym przedziale czasowym analizowana grupa kapitałowa poprzez wzrost stopnia samofinansowania wzmocniła swoją pozycję finansową oraz obniżyła ryzyko finansowe. Co więcej, wyniki analizy

poziomej wskazały, że badana GK przestrzega zarówno reguł złotej zasady finansowania, jak i reguł złotej zasady bilansowej. O ile w przypadku relacji pomiędzy aktywami długoterminowymi i pasywami długoterminowymi można zaobserwować pewną wartość utrzymania stabilizację (0,63–0,69), o tyle w odniesieniu do relacji aktywów krótkoterminowych do kapitału krótkoterminowego zauważa się wyraźny wzrost zaangażowania w finansowanie składników majątku krótkoterminowego kapitału pracującego (1,64–1,84). Na uwagę zasługuje również fakt, że badana jednostka, by zachować całkowitą niezależność finansową od wierzycieli, posiadany majątek trwały w całości finansuje kapitałami własnymi – we wszystkich latach stosunek kapitału własnego do majątku trwałego był wyższy od jedności.

Tabela 12. Wskaźniki zadłużenia i zasady finansowania Grupy Kapitałowej Comarch w latach 2017–2020

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020
Kapitał stały = kapitał własny + zobowiązania długoterminowe (w tys. zł)	1 088 858	1 106 292	1 228 107	1 350 977
Udział kapitału stałego w pasywach (aktywach) ogółem (w %)	72,2	66,4	66,6	67,4
Wskaźnik relacji kapitałów obcych do kapitału własnego (W_{r1})	0,77	0,90	0,90	0,82
Wskaźnik relacji kapitału własnego do kapitałów obcych (W_{r2})	1,30	1,11	1,11	1,21
Aktywa trwałe (w tys. zł)	746 841	731 910	796 738	856 573
Aktywa obrotowe (w tys. zł)	772 681	919 104	1 045 973	1 146 985
$\frac{\text{majątek długoterminowy}}{\text{kapitał długoterminowy}}$	0,69	0,66	0,65	0,63
$\frac{\text{majątek krótkoterminowy}}{\text{kapitał krótkoterminowy}}$	1,84	1,64	1,70	1,76
Kapitał pracujący = aktywa obrotowe – zobowiązania bieżące (w tys. zł)	353 087	359 451	431 369	494 404
$\frac{\text{kapitał własny}}{\text{majątek trwały}}$	1,14	1,20	1,22	1,28
$\frac{\text{kapitał stały}}{\text{majątek trwały}}$	1,46	1,51	1,54	1,58

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych sprawozdawczych z tabeli 9 oraz wybranych skonsolidowanych danych finansowych GK Comarch za lata 2017–2020; Comarch, *Skonsolidowany raport roczny RS 2018*, https://www.comarch.pl/files-pl/file_420/RS-2018.pdf (dostęp: 02.12.2021), Comarch, *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy Kapitałowej Comarch za okres 01.01.2020–31.12.2020*, Kraków 2021, https://www.comarch.pl/files-pl/file_718/SRR_2020_Skonsolidowane_sprawozdanie_finance.pdf (dostęp: 02.12.2021).

4.2.3. Analiza działania mechanizmu dźwigni finansowej

Najwyższy dodatni efekt oddziaływania dźwigni finansowej badana GK odnotowała w roku 2019 – wyniósł on 0,052. Wartość ta oznacza, że w tymże roku rentowność kapitału własnego była wyższa o 0,052 zł na każdą zainwestowaną złotówkę dzięki zaangażowaniu kapitałów obcych. W żadnym z analizowanych okresów wartość wskaźnika EDF nie była ujemna, co oznacza, że jednostka nie zadłuża się nadmiernie i/lub nie ponosi zbyt wysokich kosztów obsługi długu.

Tabela 13. Analiza wspierania finansowego Grupy Kapitałowej Comarch w latach 2017–2020

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020
Zysk netto (w tys. zł)	66 111	32 451	105 518	120 493
Kapitał własny (w tys. zł)	851 190	876 108	970 756	1 098 547
Wskaźnik rentowności kapitału własnego (W_{rkwl})	0,077	0,037	0,109	0,110
Aktywa (pasywa) ogółem (w tys. zł)	1 508 452	1 665 945	1 842 711	2 003 558
Wskaźnik rentowności kapitału całkowitego (W_{rkc})	0,044	0,019	0,057	0,060
Efekt dźwigni finansowej ($EDF = W_{rkwl} - W_{rkc}$)	0,033	0,018	0,052	0,050

* Na potrzeby analizy wykorzystano wartości zysku netto przypadającego zarówno na akcjonariuszy jednostki dominującej, jak i na udziały niedające kontroli, pochodzące ze skonsolidowanych rachunków wyników GK Comarch. Dlatego też wartość pozycji *Zysk netto za okres bieżący* ze skonsolidowanego bilansu różni się od wartości pozycji *Zysk netto za okres* ze skonsolidowanego rachunku wyników badanej grupy kapitałowej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych sprawozdawczych z tabeli 9. oraz wybranych skonsolidowanych danych finansowych GK Comarch za lata 2017–2020; Comarch, *Skonsolidowany raport roczny RS 2018*, https://www.comarch.pl/files-pl/file_420/RS-2018.pdf (dostęp: 02.12.2021), Comarch, *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy Kapitałowej Comarch za okres 01.01.2020–31.12.2020*, Kraków 2021, https://www.comarch.pl/files-pl/file_718/SRR_2020_Skonsolidowane_sprawozdanie_finansowe.pdf (dostęp: 02.12.2021).

4.2.4. Wskaźniki płynności finansowej GK Comarch w badanym okresie

Biorąc pod uwagę problem utrzymania płynności finansowej badanej grupy kapitałowej w ujęciu statycznym, dostrzega się prawidłowość w kształtowaniu wskaźnika bieżącej płynności finansowej oraz przekroczenie literalnie zalecanych norm w przypadku dwóch pozostałych, tj. wskaźnika płynności przyspieszonej i wskaźnika środków pieniężnych, co świadczyłoby o nadpłynności badanej jednostki.

Jednakże z uwagi na występowanie w otoczeniu firmy i jej wnętrzu wielu specyficznych i często trudnych do przewidzenia czynników, wpływających na decyzje zarządzających w zakresie polityki finansowej, jednoznaczna prawidłowa ocena poziomów wskaźników płynności finansowej bez dodatkowych informacji z perspektywy analityka zewnętrznego bywa wręcz niemożliwa.

Tabela 14. Analiza płynności finansowej Grupy Kapitałowej Comarch w latach 2017–2020

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020
Aktywa (pasywa) ogółem (w tys. zł)	1 508 452	1 665 945	1 842 711	2 003 558
Aktywa trwałe (w tys. zł)	731 910	746 841	796 738	856 573
Aktywa obrotowe (w tys. zł)	772 681	919 104	1 045 973	1 146 985
Zobowiązania bieżące (w tys. zł)	419 594	559 653	614 604	652 581
Zapasy (w tys. zł)	114 967	97 198	90 741	88 115
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty (w tys. zł)	207 937	245 915	322 708	448 021
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej (w tys. zł)	62 915	139 482	168 964	308 205
Wskaźnik bieżącej płynności finansowej	1,84	1,64	1,70	1,76
Wskaźnik płynności przyspieszonej	1,57	1,47	1,55	1,62
Wskaźnik środków pieniężnych	0,50	0,44	0,53	0,69
Wskaźnik płynności gotówkowej	0,15	0,25	0,27	0,47

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych danych finansowych GK Comarch za lata 2017–2020; Comarch, *Skonsolidowany raport roczny RS 2018*, https://www.comarch.pl/files-pl/file_420/RS-2018.pdf (dostęp: 02.12.2021), Comarch, *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy Kapitałowej Comarch za okres 01.01.2020–31.12.2020*, Kraków 2021, https://www.comarch.pl/files-pl/file_718/SRR_2020_Skonsolidowane_sprawozdanie_finance.pdf (dostęp: 02.12.2021).

Na przestrzeni lat 2017–2020 wskaźniki rentowności we wszystkich wyodrębnionych obszarach analitycznych rosły – oprócz roku 2018, w którym można dostrzec spadki zdecydowanej większości wskaźników (pomijając stopę marży brutto, rentowność sprzedaży i rentowność operacyjną sprzedaży) w stosunku do okresu minionego. W roku 2018 badana GK odnotowała najniższy zysk netto spośród wszystkich badanych lat, wnoszący 32 451 tys. zł. Generalnie wyniki finansowe osiągnięte przez prezentowaną jednostkę gospodarczą, odnoszone do różnych grup aktywów czy też kapitałów, należy ocenić pozytywnie zarówno pod względem ich wysokości, jak i zmian w czasie.

Tabela 15. Analiza rentowności Grupy Kapitałowej Comarch w latach 2017–2020

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020
Dane finansowe (w tys. zł)				
1	2	3	4	5
Przychody ze sprzedaży	1 125 110	1 369 619	1 437 423	1 536 753
Zysk ze sprzedaży brutto	292 360	361 577	420 725	450 524
Koszty sprzedaży i marketingu	134 529	139 417	145 545	143 874
Koszty ogólnego zarządu	98 076	106 123	127 937	121 024
Zysk ze sprzedaży	59 755	116 037	147 243	185 626
Zysk operacyjny	58 364	87 543	143 383	191 561
Pozostałe przychody operacyjne	17 673	20 160	34 320	54 259
Przychody ze sprzedaży + pozostałe przychody operacyjne	1 142 783	1 389 779	1 471 743	1 591 012
Zysk przed opodatkowaniem	87 149	62 480	142 369	164 254
Zysk netto	66 111	32 451	105 518	120 493
Zysk netto przypadający na akcjonariuszy spółki dominującej	64 626	30 616	104 846	120 631
Aktywa (pasywa) ogółem	1 508 452	1 665 945	1 842 711	2 003 558
Aktywa trwałe	731 910	746 841	796 738	856 573
Aktywa obrotowe	772 681	919 104	1 045 973	1 146 985
Kapitał własny	876 108	851 190	970 756	1 098 547
Kapitał stały	1 088 858	1 106 292	1 228 107	1 350 977
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	139 482	62 915	168 964	308 205
Liczba akcji (w szt.)	8 133 349	8 133 349	8 133 349	8 133 349
Wskaźniki (w %)				
Stopa marży brutto	26,0	26,4	29,3	29,3
Rentowność sprzedaży	5,3	8,5	10,2	12,1
Rentowność operacyjna sprzedaży	5,1	6,3	9,7	12,0
Rentowność sprzedaży brutto	7,6	4,5	9,7	10,3
Rentowność sprzedaży netto	5,8	2,3	7,2	7,6

Tab. 15 (cd.)

1	2	3	4	5
Gotówkowa rentowność sprzedaży (w zł)	0,12	0,05	0,12	0,20
Rentowność majątku całkowitego	4,4	1,9	5,7	6,01
Rentowność aktywów trwałych	9,0	4,3	13,2	14,1
Rentowność aktywów obrotowych	8,6	3,5	10,1	10,5
Pieniężna stopa zwrotu z aktywów (w zł)	0,09	0,04	0,09	0,15
Rentowność kapitału własnego	7,5	3,8	10,9	11,0
Rentowność kapitału stałego	6,07	2,9	8,6	8,9
Pieniężna stopa zwrotu z kapitału własnego (w zł)	0,16	0,07	0,17	0,28
Zysk netto na akcję (w zł)	7,95	3,76	12,89	14,83

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych danych finansowych GK Comarch za lata 2017–2020; Comarch, *Skonsolidowany raport roczny RS 2018*, https://www.comarch.pl/files-pl/file_420/RS-2018.pdf (dostęp: 02.12.2021), Comarch, *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy Kapitałowej Comarch za okres 01.01.2020–31.12.2020*, Kraków 2021, https://www.comarch.pl/files-pl/file_718/SRR_2020_Skonsolidowane_sprawozdanie_finance.pdf (dostęp: 02.12.2021).

4.3. Analiza przyczynowo-skutkowa

4.3.1. Istota analizy przyczynowo-skutkowej

Wiele analiz ekonomicznych, finansowych diagnozuje stan rzeczy, analizuje go, ocenia i formułuje rekomendacje. Natomiast oczekiwaniem czytelnika (zamawiającego) często jest skwantyfikowanie czynników (ich kierunek i siła oddziaływania), które przyczyniły się do określonego poziomu badanej cechy lub zjawiska. Istotne, aby na gruncie analizy można było sformułować odpowiedź na pytania – dlaczego przedsiębiorstwo odnotowało stratę lub dlaczego odniosło sukces w postaci zysku? Co więcej, należy odpowiedzieć – dlaczego i o ile spadły/wzrosły określone wielkości ekonomiczne? Inaczej mówiąc, pytamy o determinanty, które spowodowały zmianę poziomu danej wielkości. Warto nadmienić, że ich analiza przyczynowo-skutkowa nie wskaże czynników determinujących dane zjawisko w sposób zhierarchizowany, co wskazuje na jej słabość.

Analiza przyczynowa ustala odpowiednio wyizolowane składniki, które uprzednio pociągnęły za sobą określone odchylenia oraz stopień intensywności

ich oddziaływania w określonym czasie i miejscu. Metodę tę można stosować tylko w tym przypadku, gdy między czynnikami a badaną wielkością istnieje związek przyczynowo-skutkowy. W analizie przyczynowej chodzi więc głównie o określenie czynników oddziałujących na objęty badaniem wskaźnik ekonomiczny oraz obliczenie wielkości wpływu poszczególnych czynników na odchylenia wynikające z uprzednich porównań⁸⁵.

Określenie czynników, które oddziałują na kształtowanie określonych wskaźników ekonomicznych, następuje w drodze rozumowania logicznego, opartego na obserwacji rzeczywistego przebiegu procesów gospodarczych oraz znajomości ich interpretacji ekonomicznej. Należy przy tym zwrócić szczególną uwagę na zależności występujące pomiędzy zdarzeniami gospodarczymi oraz odzwierciedlającymi je wskaźnikami ekonomicznymi. Mogą mieć one różny zakres i stopień złożoności. W miarę ocen kolejnych wskaźników wyróżnia się oddziałujące na nie jedynie czynniki podstawowe bądź także pochodne, które są rozwinięciem czynników podstawowych. Wymierne zależności czynników oddziałujących na wskaźniki ekonomiczne mogą przyjąć postać iloczynu, ilorazu, sumy lub różnicy. Obliczanie wpływu poszczególnych czynników na dane odchylenia wskaźników ekonomicznych prowadzi do przekształcenia odchylenia ogólnego w kilka odchyleń cząstkowych. Należy przy tym pamiętać, że suma odchyleń cząstkowych powinna tworzyć odchylenie ogólne.

Literatura wyróżnia wiele rodzajów analiz przyczynowo-skutkowych. W zależności od sposobu obliczania wpływu tych czynników na odchylenie ogólne wyróżnić można różne szczegółowe metod analizy przyczynowej⁸⁶:

- metodę kolejnych podstawień – jest najpopularniejsza i najczęściej stosowana. Występuje w ujęciu rozwiniętym (metoda podstawień łańcuchowych) oraz uproszczonym (metoda różnicowania);
 - metoda podstawień łańcuchowych polega na kolejnym zastępowaniu poszczególnych elementów bazowych danymi rzeczywistymi i ustaleniu odchyleń cząstkowych na podstawie wykształcających się tzw. iloczynów skorygowanych. Suma tych odchyleń ($O_a +/- O_b$) odpowiadać powinna odchyleniu ogólnemu (O);
 - metoda różnicowania polega zaś na uwzględnieniu w kolejnych podstawieniach, zamiast pełnych danych objętego badaniem czynnika, jedynie różnic między wielkością bazową a rzeczywistą;
- metodę funkcyjną – polega ona na ustaleniu wskaźników zmienności poszczególnych czynników, a następnie wykorzystaniu ich do odpowiedniego przeliczenia bazowej wielkości badanego wskaźnika. W porównaniu do metody kolejnych podstawień jest ona bardziej pracochłonna. Jej negatywną cechą jest również występowanie coraz mniejszej przejrzystości w miarę

85 M. Jerzemowska (red.), *Analiza ekonomiczna...*, s. 290.

86 S. Nahotko, *Analiza i decyzje finansowe w przedsiębiorstwie*, Oficyna Wydawnicza Ośrodka Postępu Organizacyjnego, Bydgoszcz 1998.

kolejnych obliczeń i częściowo prezentacji odchyleń cząstkowych. Z tego też powodu jest ona mniej przydatna w praktyce i rzadziej używana. W procesie zarządzania bowiem nie jest konieczna daleko idąca precyzja obliczeń cząstkowych otrzymanych w toku analizy przyczynowej. Większe znaczenie ma zaś zmniejszenie nakładu pracy i dostateczna przejrzystość prezentowanych obliczeń;

- metodę różnic cząstkowych – stosuje się ją w celu ustalenia wpływów indywidualnych oraz łącznych. W tej metodzie wyróżnia się cząstkowe odchylenia indywidualne, jak i cząstkowe odchylenia łącznego wpływu czynników, co pozwala wyznaczyć odchylenia spowodowane zmianami każdego z badanych czynników. Pozostałe czynniki, które nie są badane, pozostają na poziomie wielkości bazowych. Jest to metoda bardzo dokładna i jednoznaczna. Szczególną zaletą jest fakt, że kolejność podstawiania poszczególnych czynników nie gra roli, ponieważ wyniki będą zawsze takie same;
- metodę logarytmiczną – polega na podzieleniu różnic cząstkowych opartych na funkcji logarytmicznej pomiędzy różne czynniki.

Każda z wymienionych metod wymaga pewnej sekwencji działań. Należy przede wszystkim obliczyć odchylenia bezwzględne i względne (procentowe) badanej cechy. Następnie dokonać wyboru czynnika (lub czynników), który wpływa na zmianę badanej wielkości. W dalszej kolejności ustalić formułę (funkcję) w zapisie matematycznym, która wyraża zależność pomiędzy badaną wielkością a wybranymi czynnikami ją kształtującymi. Kolejnym krokiem jest określenie stopnia zmiany (spadku lub wzrostu) każdego z czynników. Jednakże tuż przed interpretacją wyników należy wyznaczyć odchylenia cząstkowe informujące o tym, w jakim stopniu każdy z czynników wpłynął na odchylenie badanej wielkości.

Inne metody analiz przyczynowo-skutkowych zostaną nieco dokładniej omówione wraz z przykładami w punkcie 4.3.2. tego rozdziału. Aby analiza była rzetelna, musi spełniać następujące warunki⁸⁷. Po pierwsze, musi być kompletna, co oznacza, że suma odchyleń cząstkowych powinna się równać odchyleniu globalnemu. Po drugie, spełniony musi być warunek zgodności znaku. Oznacza to, że dodatnim zmianom czynnika odpowiada dodatnie odchylenie cząstkowe, zaś ujemnym zmianom czynnika odpowiada ujemne odchylenie cząstkowe. Po wtóre, spełniony musi być warunek symetrii. Zatem jednakowym stopom wzrostu dwóch lub więcej czynników odpowiadają jednakowe odchylenia cząstkowe. Kolejnym warunkiem – jaki musi spełnić analiza – jest warunek odwracalności. Zatem odchyleniu cząstkowemu powstałemu na skutek wzrostu czynnika o 1% odpowiada równe co do wielkości odchylenie cząstkowe, lecz z przeciwnym znakiem w przypadku spadku czynnika o 1%. Ostatnim warunkiem jest

87 F. Blawat, *Podstawy analizy ekonomicznej, Teorie, przykłady, zadania*, wyd. III, CeDeWu, Warszawa 2021, s. 42.

zasada dezagregacji. Oznacza ona rozłożenie czynnika na kilka innych – logicznie ze sobą powiązanych.

Jak wynika z powyższego, analiza przyczynowa służy do ustalania, jakie czynniki i w jaki sposób wpłynęły na ukształtowanie się różnych wskaźników ekonomicznych, powodując pewne odchylenia. Badaniu podlegają rodzaj, intensywność oraz czas i miejsce wystąpienia owych odchyleń. Analiza przyczynowa ma zastosowanie jedynie wtedy, gdy między danym wskaźnikiem a ustalonymi czynnikami istnieje związek przyczynowo-skutkowy. Istotnym etapem w analizie jest określenie, w jaki sposób te czynniki wpłynęły na odchylenia, które udało się zbadać w wyniku przeprowadzonej wcześniej analizy porównawczej. Jednak to zagadnienie jest przedmiotem dalszej części monografii.

4.3.2. Rodzaje analizy

Model dwuczynnikowy

Analiza przyczynowo-skutkowa poprzez wykorzystanie modelu dwuczynnikowego polega na tym, że wskazuje się dwa czynniki, które determinują określone zjawisko. Taki sposób uchwycenia zależności powoduje, że model ten cechuje się wysokim stopniem agregacji danych. Oznacza to, że wszelkie inne czynniki wpływające na wybrane zjawisko są ukryte w tych dwóch czynnikach. Metoda ta może być stosowana przy określeniu etapów, o których była mowa wcześniej (podpunkt 4.1)

Etap 1. Wyznaczenie odchyleń bezwzględnych i względnych badanej cechy:

$$\Delta W = W_t - W_{t-1}$$

ΔW – odchylenie bezwzględne badanej cechy

W_t – poziom badanej cechy w roku bieżącym

W_{t-1} – poziom badanej cechy w roku poprzednim

$$VW = \frac{\Delta W}{W_{t-1}} \times 100\%$$

VW – odchylenie względne (procentowe)

Etap 2. Selekcja czynników wpływających na zmiany badanej cechy

Jak wspomniano wcześniej, czynniki te mogą być zdefiniowane mniej lub bardziej szczegółowo. Przyjmijmy, że badana cecha jest determinowana przez dwa czynniki x i y .

Etap 3. Wyznaczenie formuły wyrażającej zależność między badaną wielkością a wybranymi czynnikami. Formuły mogą być mniej lub bardziej rozbudowane. Mogą mieć postać multiplikacyjną (iloczynową) lub addytywną (sumowaną). Znacznie większą powszechnością cieszą się funkcje multiplikacyjne, gdzie badana wielkość jest iloczynem kilku czynników⁸⁸. Może zatem przyjąć postać:

$$W = x \times y$$

Badana cecha jest określana przez dwa wskaźniki:

$$x = \frac{w}{y} \text{ oraz } y = \frac{w}{x} \text{ z czego wynika, że}$$

$$W = x \times y = \frac{w}{y} * y, \text{ zatem faktycznie } W = W$$

Przykładem takiego podejścia może być formuła:

Koszt zmienny = koszt przeciętny zmienny $\times$ wielkość produkcji
lub

Utarg całkowity = cena $\times$ ilość

Etap 4. Określenie odchylenia bezwzględnego i tempo (stopa) zmian wybranych czynników.

$\Delta x = x_t - x_{t-1}$ to odchylenie bezwzględne czynnika x

$\Delta y = y_t - y_{t-1}$ to odchylenie bezwzględne czynnika y

Tempo zmiany czynnika x

$$V_x = \frac{\Delta x}{x_{t-1}} \times 100\%$$

Tempo zmiany czynnika y

$$V_y = \frac{\Delta y}{y_{t-1}} \times 100\%$$

Etap 5. Wyznaczenie wpływu czynników x i y na odchylenie badanej wielkości W poprzez metodę proporcjonalnego podziału odchylenia agregatowego. Etap ten stanowi najważniejszą część analizy i wymaga kilku czynności, tj.:

$$W = x \times y$$

$$W_{t-1} = x_{t-1} \times y_{t-1}$$

⁸⁸ Tamże, s. 45.

$$W_t = x_t \times y_t = (x_{t-1} + \Delta x) \times (y_{t-1} + \Delta y)$$

Wówczas odchylenie bezwzględne $\Delta W = f(x; y)$ ma postać:

$$\Delta W = W_t - W_{t-1} = (x_{t-1} + \Delta x) \times (y_{t-1} + \Delta y) - x_{t-1} \times y_{t-1}$$

$$\Delta W = \Delta x y_{t-1} + \Delta y x_{t-1} + \Delta x \Delta y$$

gdzie:

$\Delta x y_{t-1}$ stanowi wpływ czynnika x

$\Delta y x_{t-1}$ stanowi wpływ czynnika y

$\Delta x \Delta y$ stanowi łączny udział czynników x i y (tzw. resztę)

Przykład 6. Wyznacz wpływ ceny (c) i ilości (Q) na przyrost przychodu (U), wiedząc, że dane wyjściowe przedstawiają poniższe wielkości.

	Lata	
	Rok 1	Rok 2
Wyszczególnienie		
Przychód (U)	1000	1320
Cena (c)	100	110
Ilość (Q)	10	12

$$\Delta U = 1320 - 1000 = 320$$

$$V_u = \frac{320}{1000} \times 100\% = 32\%$$

$$U_1 = c_1 \times Q_1 = 100 \times 10 = 1000$$

$$U_2 = c_2 \times Q_2 = 110 \times 12 = 1320$$

$$\Delta c = 110 - 100 = 10$$

$$\Delta Q = 12 - 10 = 2$$

$$V_c = \frac{10}{100} \times 100\% = 10\%$$

$$V_Q = \frac{2}{10} \times 100\% = 20\%$$

Udział czynnika c

$$\Delta cQ_1 = 10 \cdot 10 = 100$$

Udział czynnika Q

$$\Delta Qc_1 = 2 \cdot 100 = 200$$

Udział reszty

$$\Delta c\Delta Q = 10 \cdot 2 = 20$$

Klucz podziału reszty (r)

$$r_c = \frac{\Delta cQ_1}{\Delta cQ_1 - \Delta Qc_1} = \frac{100}{100 + 200} = \frac{1}{3}$$

$$r_Q = \frac{\Delta Qc_1}{\Delta Qc_1 - \Delta cQ_1} = \frac{200}{200 + 100} = \frac{2}{3}$$

Podział reszty:

$$\text{dla czynnika } c \quad r_c \Delta c\Delta Q = \frac{1}{3} \cdot 20 = 6,67$$

$$\text{dla czynnika } Q \quad r_Q \Delta c\Delta Q = \frac{2}{3} \cdot 20 = 13,33$$

Zasługa czynnika c w przyroście badanej wielkości (utarg (U))

$$\Delta cQ_1 + r_c \Delta c\Delta Q = 100 + 6,67 = 106,67$$

Zasługa czynnika Q w przyroście badanej wielkości (utarg (U))

$$\Delta Qc_1 + r_Q \Delta c\Delta Q = 200 + 13,33 = 213,33$$

Sprawdzenie poprawności obliczeń

$$\Delta U = 106,67 + 213,33 = 213,33$$

Przychód (U) zwiększył się o 320 j.p., gdzie 106,67 j.p. jest zasługą (udziałem) ceny (c) – co stanowi 33,3% zmiany, zaś w 213,33 j.p. jest zasługą ilości (Q) – co stanowi 66,66% zmiany.

Model wieloczynnikowy

Ekonomiczny model wieloczynnikowy charakteryzuje się dezagregacją czynników, to one objaśniają analizowane zjawisko. Wspomniana dezagregacja polega na swego rodzaju podziale determinant na więcej niż dwa czynniki. W odniesieniu do wcześniej omówionego modelu dwuczynnikowego postaci:

$$\alpha = \frac{\alpha}{a} \times a$$

można utworzyć trójczynnikowy typ:

$$\alpha = \frac{\alpha}{a} \times \frac{a}{b} \times b$$

Nadal formuła (równanie) jest tożsamością, ponieważ wartość z mianownika poprzedniego czynnika występuje w liczniku następnego czynnika. Powstaje zatem model wieloczynnikowy, na przykład pięcioczynnikowy:

$$\alpha = \frac{\alpha}{a} \times \frac{a}{b} \times \frac{b}{c} \times \frac{c}{d} \times e$$

Należy pamiętać, że model wieloczynnikowy należy tak dobrać, aby czynniki nie budziły wątpliwości ekonomicznych.

Przykład 7. Wyznaczyć wpływ trzech czynników na zmianę kosztu zmiennego.

Wyszczególnienie	Rok 1	Rok 2
Koszt zmienny (zł)	480 000	840 000
Zużycie surowca (kg/szt.)	2	2,5
Cena jednostkowa (zł/szt.)	40	42
Ilość produktów (szt.)	6000	8000

- koszt zużycia surowca
 $840\,000 - 480\,000 = 360\,000$ (zł)
 $(360\,000/480\,000) \times 100\% = 75,04\%$
- zużycie surowca
 $2,5 - 2,0 = 0,50$ kg/szt.
 $(0,5/2) \times 100\% = 25\%$
- cena jednostkowa
 $42 - 40 = 2$ zł/szt.
 $(2/40) \times 100\% = 5\%$
- liczba produktów
 $8000 - 6000 = 2000$ szt.
 $(2000/6000) \times 100\% = 33,33\%$

Zgodnie z zasadą proporcjonalnego podziału odchyleń oblicza się udział poszczególnych czynników:

1 czynnik – zużycie surowca

$$\frac{25\%}{25\% + 5\% + 33,3\%} \times 100\% = 39,5\%$$

2 czynnik – cena jednostkowa

$$\frac{5\%}{25\% + 5\% + 33,3\%} \times 100\% = 7,9\%$$

3 czynnik – liczba produktów

$$\frac{33,3\%}{25\% + 5\% + 33,3\%} \times 100\% = 52,6\%$$

Wyznaczanie wpływu poszczególnych czynników na zmianę kosztu zmiennego

1 czynnik – zużycie surowca

$$39,5\% \times 360\,000 \text{ zł} = 142\,200 \text{ zł}$$

2 czynnik – cena jednostkowa

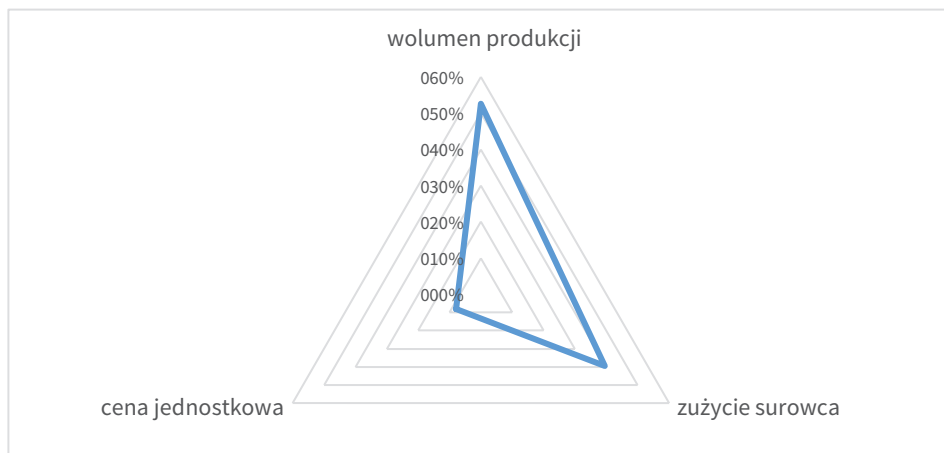
$$7,9\% \times 360\,000 \text{ zł} = 28\,440 \text{ zł}$$

3 czynnik – liczba produktów

$$52,6\% \times 360\,000 \text{ zł} = 189\,360 \text{ zł}$$

$$\text{Suma odchyleń częściowych } 142\,000 + 28\,440 + 189\,360 = 360\,000 \text{ zł}$$

W analizowanym okresie koszty zmienne wzrosły o 360 000 zł (o 75%) w stosunku do roku 1. Na zmianę tego kosztu wpłynęło: wzrost zużycia surowca 142 200 zł (39,5%), cena jednostkowa 28 440 zł (7,9%) oraz wolumen produkcji (liczba) 189 360 zł (52,6%).



Rysunek 14. Wpływ czynników na wzrost zużycia surowców

Źródło: opracowanie własne na podstawie z przykładu 7.

4.3.3. Studium przypadku – wpływ konkurencji na sprzedaż w przedsiębiorstwie SWW Suwałki sp. z o.o.

Przedmiotem case study jest wskazanie, czy spadek sprzedaży wyrobów alkoholowych „Patyk”, jaki przedsiębiorstwo SWW Suwałki sp. z o.o. odnotowuje od 2013 roku, pozostaje w związku z podejmowanymi przez Kolwin sp. z o.o. działaniami polegającymi na sprzedaży wyrobów alkoholowych prowadzonej również pod nazwą „Patyk”, a jeśli tak, to należy określić wysokość poniesionych przez SWW Suwałki sp. z o.o. w latach 2015–2017 strat spowodowanych obniżeniem takiej sprzedaży.

W celu udzielenia odpowiedzi na powyższe pytanie przyjrzymy się danym⁸⁹ dotyczącym kształtowania się cen produktów w obu podmiotach.

Nie ulega najmniejszej wątpliwości, iż istnienie konkurencji wpływa na obniżenie sprzedaży danego podmiotu. Należy jednak zaznaczyć, iż owa konkurencja jest nieodzownym elementem gospodarki rynkowej. Ochroną interesu podmiotu gospodarczego – w przypadku podejrzeń o nieuczciwe konkurowanie m.in. podszywanie się pod znak towarowy – zajmuje się instytucja patentowa.

Do wskazania związku przyczynowo-skutkowego pomiędzy spadkiem sprzedaży w SWW sp. z o.o. a oferowaniem na rynku przez firmę Kolwin sp. z o.o. produktu o tych samych cechach (wyrób alkoholowy „Patyk”), co może przełożyć się na poniesienie strat (w wymiarze ekonomicznym rozumianych jako różnica pomiędzy kosztami a przychodami), należy zbudować model ekonometryczny, którego postać analityczna jest następująca:

⁸⁹ W rzeczywistości gospodarczej oczekuje się znacznie szerszego spectrum danych liczbowych, lecz często ich pozyskanie jest jedynie niespełnionym życzeniem analityka.

$$P_p(x_1; x_2; x_3) = \alpha_1 \times x_1 + \alpha_2 \times x_2 + \alpha_3 \times x_3$$

gdzie:

P_p – wielkość sprzedaży (popyt) w podmiocie SWW sp. z o.o.,

x_1 – cena produktu w analizowanym podmiocie SWW sp. z o.o. (wyrób alkoholowy „Patyk” w latach 2015–2017 w ujęciu kwartalnym – cena sprzedaży na koniec kwartału),

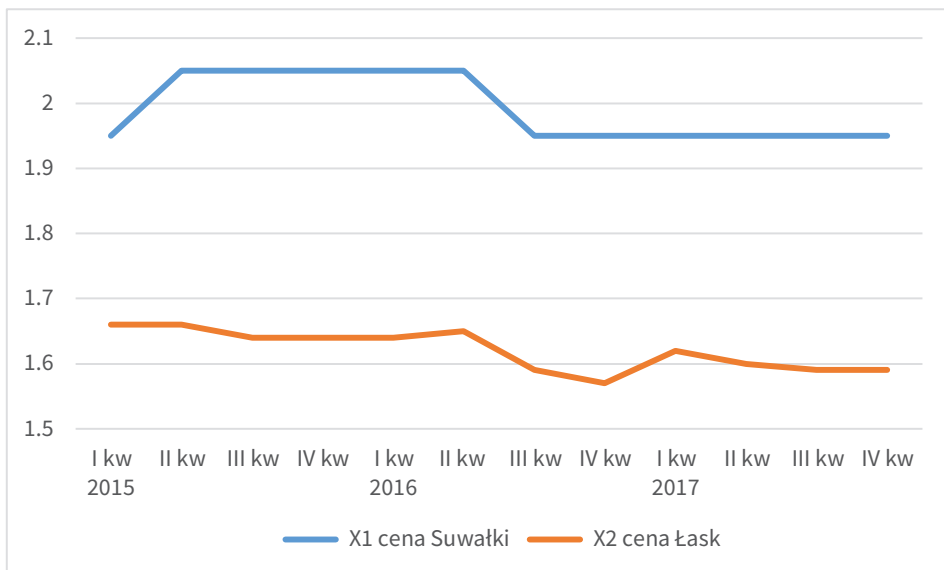
x_2 – cena produktu w podmiocie „Kolwin” sp. z o.o. (wyrób alkoholowy „Patyk” w latach 2015–2017 w ujęciu kwartalnym – cena sprzedaży na koniec kwartału),

x_3 – dochód konsumenta (dane zostały uzyskane przez biegłego z GUS),

$\alpha_1 - \alpha_3$ – parametry zmiennych $x_1; x_2; x_3$ pozwalające określić biegłemu kierunek i „siłę” wpływu na sprzedaż (popyt) analizowanego produktu.

Sprzedaż to kategoria ekonomiczna, której wielkość zależy od wielu czynników, nie tylko tych, które skwantyfikowano powyżej. Owe determinanty mogą mieć charakter mikroekonomiczny, makro- oraz mezoekonomiczny. Natomiast ze względu na fakt, iż znaczna część zmiennych może mieć cechy jakościowe (niepoliczalne), co nie pozwoli na wskazanie związku przyczynowo-skutkowego w wymiarze liczbowym, wybrano trzy najważniejsze cechy (x_1, x_2, x_3).

Analizując rozkład cen wina „Patyk” zauważalna jest niska zmienność ceny, szczególnie w SWW Suwałki, gdzie cena waha się od 1,95 zł do 2,05 zł (współczynnik zmienności 0,051). Wynika z tego, że kształtowanie ceny nie odznacza się ani wyraźnym trendem spadkowym, ani też wzrostowym. W przypadku podmiotu „Kolwin” można zaobserwować, iż zmienność ceny waha się od 1,57 zł do 1,66 zł (współczynnik zmienności 0,057). Poziom zmienności jest zatem podobny.



Rysunek 15. Kształtowanie się ceny wina „Patyk” w latach 2015–2017 (ujęcie kwartalne)

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 16. Macierz zmiennych do wyznaczenia postaci równania (według założeń poczynionych w równaniu (1))

y^*	X1	X2	X3
102298	1,95	1,66	4054,89
102298	2,05	1,66	3854,88
102298	2,05	1,64	3895,33
102298	2,05	1,64	4066,95
88122	2,05	1,64	4181,49
88122	2,05	1,65	4019,08
88122	1,95	1,59	4055,04
88122	1,95	1,57	4218,92
67206	1,95	1,62	4353,55
67206	1,95	1,60	4220,69
67206	1,95	1,59	4255,59
67206	1,95	1,59	4516,69

Statystyki regresji	
Wielokrotność R	0,85321849
R kwadrat	0,7279818
Dopasowany R kwadrat	0,62597497
Błąd standardowy	9207,34108
Obserwacje	12
Współczynniki	
Przecięcie	147462,5105
Zmienna x1	21994,14254
Zmienna x2	75551,80552
Zmienna x3	-55,02151707

* sprzedaż w sztukach – proporcjonalnie podzielona na kwartały (k. 48)

Źródło: opracowanie własne.

Powyższe wyniki obliczeń to efekt wykorzystania tzw. metody najmniejszych kwadratów (MNK). Zadaniem tej metody jest wyprowadzenie postaci równania, której postać analityczna jest przedstawiona powyżej w równaniu (1), oraz oszacowanie współczynnika determinacji (R^2), a także stopnia i kierunku determinacji⁹⁰.

90 W. Starzyńska, *Podstawy statystyki. Podręcznik*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2006, s. 167.

Zatem postać równania jest następująca:

$$P_p(x_1; x_2; x_3) = 21994,14 \times x_1 + 75551,8 \times x_2 - 55,02 \times x_3 + 147462,51$$

Z powyższego wynika, że niewielkiemu spadkowi ceny (x_1), jaki obserwujemy w SSW sp. z o.o., towarzyszy spadek sprzedaży. Podobnie należy interpretować spadek ceny w „Kolwin” – Łask, gdzie parametr przy zmiennej x_2 jest dodatni, zatem ponad 5%⁹¹ spadek ceny przyczynił się do spadku sprzedaży. W odniesieniu do zmiennej x_3 należy wskazać, że obserwowanemu wzrostowi przeciętnego wynagrodzenia towarzyszy spadek sprzedaży (ujemny znak przed zmienną x_3). Oznacza to, że wino „Patyk” jest dobrem podrzędnym (niższego rzędu), bowiem wzrostowi dochodu towarzyszy spadek sprzedaży. Dane zawarte w powyższej tabeli wskazują, że dopasowanie wybranych zmiennych przez biegłego jest na poziomie blisko 70%, a zależność ma charakter znaczący⁹².

Warto zwrócić uwagę na fakt, iż wśród wartości współczynników w opracowanym równaniu największy wpływ ma tzw. wyraz wolny (ostatnia wartość w równaniu (2)). To czynnik losowy, nieuwzględniony przez biegłego. W obszarze tej wartości znajdują się wszystkie inne zmienne (nieuwzględnione w modelu), które determinują sprzedaż wina „Patyk”. Do takich wielkości można zaliczyć wiele determinant, które trudno wyrazić w liczbach, np. efekty snobizmu, gusta konsumenta, preferencje, trend (moda) na dany produkt itp. Wniosek jest następujący: spośród uwzględnionych cech, które mogły determinować spadek sprzedaży wina „Patyk” w SWW Suwałki, to nie istnienie konkurencji (tu kształtowanie ceny „Kolwin” – Łask) było główną przyczyną.

W dalszej części, wykorzystując opracowany model, zostanie wykazane, poprzez analizę przyczynowo-skutkową, czy spadek sprzedaży wina „Patyk” SWW Suwałki sp. z o.o. jest następstwem podejmowanych w powyższym czasie przez „Kolwin” sp. z o.o. działań polegających na sprzedaży wyrobów alkoholowych prowadzonej również pod nazwą „Patyk”, oraz określi siłę tego ewentualnego związku.

Rok 2015⁹³

$$x_1 = 2,05 \text{ zł}$$

$$x_2 = 1,64 \text{ zł}$$

$$x_3 = 4066,95 \text{ zł}$$

Wykorzystując równanie (2)

$$P_p(x_1; x_2; x_3) = 21994,14 \times 2,05 + 75551,8 \times 1,64 - 55,02 \times 4066,95 + 147462,51$$

$$Pp(x_1; x_2; x_3) = 92\,691,86 - \text{hipotetyczna wielkość sprzedaży}$$

91 Autor przypomina, że współczynnik zmienności = 5,7%.

92 Im R^2 bliższe 1, tym zależność mocniejsza, [za:] W. Starzyńska, *Podstawy...*, s. 175.

93 Założenie metodologiczne: dane na koniec roku, ponieważ sprzedaż – w opinii biegłego – wskazana na k. 48, też dotyczy końca okresu.

Rok 2016

Założenie: zmianie ulega tylko x_2 , czyli cena w „Kolwin” – Łask, do poziomu 1,57 zł (cena na koniec 2016 roku – patrz: macierz powyżej). Pozostałe wielkości pozostają na niezmiennym poziomie.

$$P_p(x_1; x_2; x_3) = 21994,14 \times 2,05 + 75551,8 \times \mathbf{1,57} - 55,02 \times 4066,95 + 147462,51$$

$$P_p(x_1; x_2; x_3) = 87\,403,23 - \text{hipotetyczna wielkość sprzedaży}$$

Wniosek: zmiana ceny konkurenta o 4,2% spowodowała 5,7% spadek sprzedaży w SWW Suwałki sp. z o.o.

Elastyczność (stopień reakcji)

$$5,7 : 4,2 = 1,35 - \text{wysoki stopień reakcji}$$

Rok 2017

Założenie: zmianie ulega tylko x_2 , czyli cena w „Kolwin” – Łask, do poziomu 1,59 zł (cena na koniec 2017 roku – patrz: macierz powyżej). Pozostałe wielkości na niezmiennym poziomie.

$$P_p(x_1; x_2; x_3) = 21994,14 \times 2,05 + 75551,8 \times \mathbf{1,59} - 55,02 \times 4066,95 + 147462,51$$

$$P_p(x_1; x_2; x_3) = 88\,914,27 - \text{hipotetyczna wielkość sprzedaży}$$

Wniosek: zmiana ceny konkurenta o 3% spowodowała 4% spadek sprzedaży w SWW Suwałki sp. z o.o.

Elastyczność (stopień reakcji)

$$4 : 3 = 1,33 - \text{wysoki stopień reakcji}$$

Na podstawie wybranych danych z okresu 2015–2017⁹⁴, które niewątpliwie odznaczały się spadkiem sprzedaży w SWW Suwałki sp. z o.o., można wskazać, iż sprzedaż produktu „Patyk” w „Kolwin” – Łask przyczyniła się do tej tendencji. Potwierdzają to wyznaczone wskaźniki elastyczności (stopnia reakcji) sprzedaży względem zmiany ceny (zatem istnienia konkurencji) w „Kolwin” – Łask, których poziom jest większy od 1 – wysoki stopień reakcji analizowanych zmiennych.

Straty w obszarze sprzedaży biegły szacuje na 4,85%⁹⁵ w 2015 roku; 5,7% w 2016 roku oraz na 4% w 2017 roku. Z tego wynika, że szacowana strata w ujęciu:

a) ilościowym stanowi

$$\text{w 2015 roku: } 409\,192^{96} \times 4,85\% = 19\,846 \text{ szt.}$$

$$\text{w 2016 roku: } 352\,488 \times 5,7\% = 20\,092 \text{ szt.}$$

$$\text{w 2017 roku: } 268\,823 \times 4\% = 10\,752 \text{ szt.}$$

⁹⁴ Zmniejszenie faktycznej sprzedaży *ad valorem* w 2017 roku wobec 2015 roku wynosiło $(268823/409192) \times 100\% - 100 = 34,3\%$ (obliczenia własne na podstawie k. 48).

⁹⁵ Jako średnia wartość strat z 2016 roku i z 2017 roku, tj. $(5,7\% + 4) / 2 = 4,85\%$. Metoda jest pochodną danych szczegółowych za lata 2015–2017.

⁹⁶ Dane pochodzą z akt sprawy, k. 48.

b) wartościowym wynosi

w 2015 roku: $19\,846 \text{ szt.} \times 2,00 \text{ zł} = 39\,692 \text{ zł}$

w 2016 roku: $20\,092 \text{ szt.} \times 2,00 \text{ zł} = 40\,184 \text{ zł}$

w 2017 roku: $10\,752 \text{ szt.} \times 2,00 \text{ zł} = 21\,504 \text{ zł}$

Razem: 101 380 zł (słownie: sto jeden tysięcy, trzysta osiemdziesiąt złotych).

Rozdział 5

Wartość przedsiębiorstwa i metody jej wyceny

5.1. Wartość majątku a wartość przedsiębiorstwa

Majątek firmy co do zasady stanowią aktywa i pasywa przedsiębiorstwa. Majątek trwały i majątek obrotowy jest ujęty w zapisie bilansu po stronie aktywów, a źródła pochodzenia majątku i sposób jego finansowania, czyli kapitał firmy (kapitał własny i kapitał obcy) – po stronie pasywów. Aktywa podmiotu pomniejszone o rezerwy i zobowiązania, stanowiące kapitał obcy, nazywane są majątkiem netto lub kapitałem własnym, który w kontekście majątkowych metod wyceny stanowi wyznacznik wartości majątku przedsiębiorstwa.

Wartość przedsiębiorstwa to dokonanie pomiaru wartościowego podmiotu i jego składników majątkowych oraz efektów ekonomicznych podjętych decyzji o takim stopniu jakości, który zapewni odbiorcom tych informacji możliwość oceny efektów działań podjętych w przeszłości i wyboru najkorzystniejszego wariantu decyzji w przyszłości¹. Według T. Nahotko wycena przedsiębiorstwa jest procesem, w którym wykorzystuje się metody analizy i prognozy, zmierzające do ustalenia jego wartości w kategoriach ekonomicznych jako podstawy negocjacji co do wartości firmy².

W ujęciu definicyjnym przedsiębiorstwo to zorganizowany kompleks majątkowy, przeznaczony do produkcji dóbr i usług, w skład którego wchodzi określone dobra materialne, niematerialne i sytuacje faktyczne decydujące o powodzeniu przedsiębiorstwa na rynku. Wszelkie elementy składowe wskazują na znaczną pojemność znaczenia przedsiębiorstwa. Takie elementy jak prawa majątkowe, patenty, koncesje, zezwolenia, licencje, prawa wynikające z umów wynajmu i dzierżawy,

1 M. Buszko, M. Jaworek, *Metody wyceny przedsiębiorstw – aspekty teoretyczne i praktyczne*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2016, s. 13.

2 T. Nahotko, *Współczesne metody wyceny przedsiębiorstw*, TNOiK, Bydgoszcz 2018, s. 78.

pozycja rynkowa, baza klientów stanowi o wartości przedsiębiorstwa. Wynika z powyższego, że należy rozróżnić wycenę przedsiębiorstwa rozumianego jako całość w sensie instytucjonalnym od wyceny jego zorganizowanej części składowych, tj. poszczególnych składników majątku.

Zasadność uznania majątku jako istotnego elementu świadczącego o wartości przedsiębiorstwa zależy od kilku czynników:

- sytuacji finansowej przedsiębiorstwa (ujemne przepływy pieniężne i brak perspektyw na poprawę – sytuacja wykluczająca wycenę wartości spółki metodami dochodowymi i rynkowymi),
- planów co do kontynuacji prowadzonej działalności (likwidacja, postępowanie upadłościowe – brak założeń o kontynuacji działalności wykluczający zasadność zastosowania dochodowych i rynkowych metod wyceny),
- charakteru i cech prowadzonej działalności oraz specyfiki branży, w jakiej przedsiębiorstwo działa (działalność w branży, której specyfika narzuca konieczność posiadania znaczącego majątku, np. branża nieruchomości, energetyczna, zbrojeniowa, transportowa, motoryzacyjna, przemysłowa itp. – wycena majątkowa jako miernik uzupełniający wycenę innymi metodami).

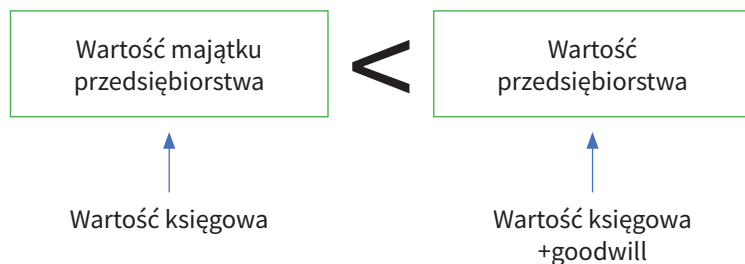
Wartość przedsiębiorstwa

- Wartość księgowa – suma aktywów finansowana kapitałem własnym
- Wartość rynkowa – ustalana przez rynek na konkurencyjnym rynku
- Rzeczywista wartość rynkowa – cena przedmiotu transakcji, przeniesienie własności
- Wartość inwestycyjna – wartość postrzegana przez inwestora
- Wartość nieodłączna – wynika z możliwości firmy do generowania dochodów
- Wartość odtworzeniowa – wyraża kwotę niezbędną do zastąpienia aktywów innymi składnikami
- Wartość likwidacyjna – cena jaką można uzyskać ze sprzedaży po spłaceniu zobowiązań

Rysunek 16. Wieloaspektowe ujęcie wartości przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne na podstawie Ustawy z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości, Dz. U. z 2021 r. poz. 217.

Jak widać, majątkowe podejście do wartości przedsiębiorstwa znajduje swoje uzasadnienie jedynie w określonych przypadkach. Wskazane sytuacje, nie występują często, niemniej jednak się zdarzają. Należy przede wszystkim pamiętać, że – dobierając sposób wyceny – warto w pierwszej kolejności przeanalizować wyceniany biznes – jego cechy, charakter oraz otaczającą rzeczywistość rynkową. Majątek nie musi być jedynym wyznacznikiem wartości spółki, może jedynie stanowić miernik uzupełniający, potwierdzający wartości uzyskane z wykorzystaniem innych podejść, lub wskazywać na minimalną wartość przedsiębiorstwa – w większości przypadków prawdziwa jest hipoteza mówiąca, że przedsiębiorstwo nie może być warte mniej niż posiadany przez nie majątek.



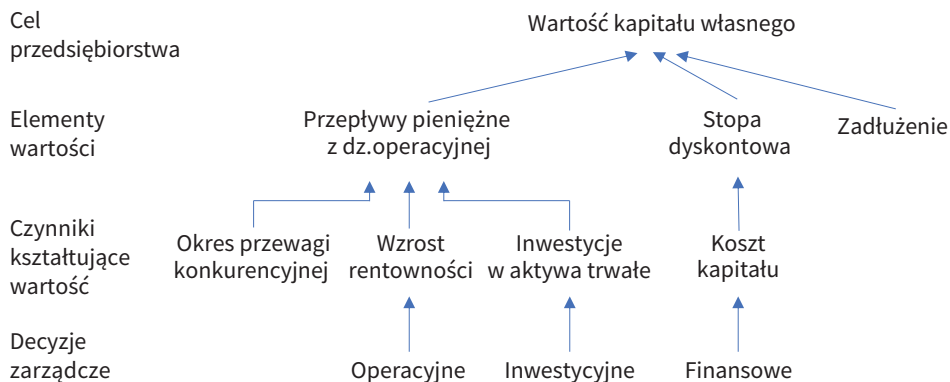
Rysunek 17. Wycena majątku a wycena przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne.

Wycena przedsiębiorstwa to ustalenie faktycznej wartości całego przedsiębiorstwa przy zastosowaniu wybranych metod, które wykorzystują posiadane informacje oraz dane finansowe. Im bardziej sporządzona wycena będzie rzetelna i poparta faktami, tym lepszą pozycję uzyska przedsiębiorstwo przy ewentualnych negocjacjach warunków, np. w przypadku transakcji sprzedaży. Przy szacowaniu wartości należy brać pod uwagę przede wszystkim takie czynniki, jak rodzaj, forma prawna, zakres oraz przedmiot prowadzonej działalności gospodarczej.

Wycena wartości firmy polega na pomiarze i ustaleniu wartości przedsiębiorstwa. Miarą siły każdego przedsiębiorstwa jest jego wartość w jednostkach pieniężnych. Jednak wartość firmy ze względu na trudność zagadnienia i niejednorodne traktowanie nie jest łatwa w wycenie. Mówiąc o wartości firmy, mamy na myśli współlistnienie wielu wartości przedsiębiorstwa: ekonomicznej, rynkowej oraz opartej na wartości nakładów poniesionych na jego stworzenie. Wartość użytkowa oraz wartość wymienna to nośnik wartości i przedmiot wyceny. Wartość firmy (*goodwill*) jest składnikiem aktywów w bilansie, który pojawia się w momencie kupna/sprzedaży przedsiębiorstwa. Zgodnie z art. 33 ust. 4 Ustawy o rachunkowości „wartość firmy stanowi różnicę między ceną nabycia określonej jednostki lub zorganizowanej jej części a niższą od niej wartością godziwą przejętych aktywów netto”³. Z ujemną wartością firmy mamy do czynienia, jeśli cena nabycia jednostki lub jej zorganizowanej części jest niższa od wartości godziwej przejętych aktywów netto. Ujemną wartość firmy ujmuje się w pasywach bilansu.

3 Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994 roku, Dz.U. 1994, nr 121, poz. 591.



Rysunek 18. Proces tworzenia wartości przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne na podstawie C. Kochalski (red.), *Zielony controlling i finanse. Podstawy teoretyczne*, C.H. Beck, Warszawa 2019, s. 89.

Aby skutecznie zarządzać wartością przedsiębiorstwa, należy zrozumieć, od czego zależy wzrost wartości spółki. Znaczenie słowa **wartość** zmienia się w zależności od dyscypliny naukowej. Filozofia czy socjologia w inny sposób definiują to pojęcie niż ekonomia czy rachunkowość. Ogólnie mówiąc, wartość jest pojęciem niejednoznacznie definiowanym. W najszerszym ujęciu wartość jest „cechą jakiejś rzeczy dającą się wyrazić równoważnikiem pieniężnym lub innym środkiem płatniczym”. Wartość oznacza, ile coś jest warte pod względem materialnym. W praktyce, mówiąc o wartości ekonomicznej, mówi się o zdolności do generowania wolnych przepływów pieniężnych posiadacza (właściciela)⁴.

W zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa ma to związek z opartymi na wartości sposobami pomiaru wyników prowadzonej działalności gospodarczej, technikami, dzięki którym można analizować, zmieniać orientację i zarządzać, tak aby realizować imperatyw tworzenia wartości. Podejście takie wskazuje na ścisły związek wartości z efektami działalności gospodarczej podmiotu. Zgodnie z nim przedsiębiorstwo jest tyle warte, ile przynosi dochodu od momentu wyceny do nieskończoności. Mówiąc o wartości przedsiębiorstwa, należy również zwrócić uwagę na czynniki ekonomiczno-finansowe, które je tworzą. Głównym celem działalności przedsiębiorstwa jest maksymalizowanie dla właścicieli jego wartości, czyli kapitału własnego przedsiębiorstwa. Pomnażanie jego wartości jest wypadkową kilku elementów. Całkowita wartość przedsiębiorstwa, zarówno kapitału własnego, jak też kapitału obcego, stanowi sumę następujących składników⁵:

- wartości bieżącej przyszłych dochodów uzyskiwanych z działalności operacyjnej przedsiębiorstwa w okresie objętym prognozą,

⁴ Słownik języka polskiego, t. III, PWN, Warszawa 1981, s. 660.

⁵ B. Nita, *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007, s. 26.

- wartości przedsiębiorstwa poza horyzontem prognozy,
- wartości ubocznych efektów finansowania,
- wartości posiadanych środków pieniężnych,
- wartości aktywów niezwiązanych z działalnością operacyjną przedsiębiorstwa,
- wartości opcji realnych wbudowanych w działalność przedsiębiorstwa.

Szacowanie wartości przedsiębiorstwa odgrywa coraz istotniejszą rolę w procesie zarządzania finansami, w analizie szeroko pojętych przedsięwzięć inwestycyjnych czy restrukturyzacyjnych. Istota wyceny polega na dokonaniu pomiaru wartościowego przedsiębiorstwa i jego składników majątkowych oraz efektów ekonomicznych podjętych decyzji o takim stopniu jakości, który zapewni odbiorcom tych informacji możliwość oceny efektów działań podjętych w przeszłości i wyboru najkorzystniejszego wariantu decyzji w przyszłości. Wycena wartości jest procesem indywidualnym szacowania ceny za aktywa danego przedsiębiorstwa i korzyści osiągniętych z ich efektywnego gospodarowania. Nie ma jednej obiektywnej definicji i metody wyceny wartości przedsiębiorstwa. Wartość jest zawsze wielkością subiektywną, gdyż dane aktywa są warte tyle, ile jest za nie skłonny zapłacić nabywca. Zadaniem wyceny jest zatem określenie najbardziej prawdopodobnej wartości przedsiębiorstwa przy maksymalnym ograniczeniu subiektywizmu. Na wartość wycenianego podmiotu wpływ mają również sytuacja ekonomiczna kraju, strategia rozwojowa firmy, atrakcyjność sektora, rynku, pracownicy, klienci itd. W efekcie wyceny otrzymujemy wartość przedsiębiorstwa, która nie musi odpowiadać cenie, przy której zostanie zawarta ostateczna transakcja. Informacja płynąca z wyceny dla sprzedającego to minimalna cena, przy której może dokonać sprzedaży. Kupujący natomiast otrzymuje informację, jaką maksymalną cenę może zaakceptować, aby nabyć dane przedsiębiorstwo. Szukana, rzeczywista wartość przedsiębiorstwa znajduje się między tymi dwoma wielkościami. Wycena przedsiębiorstwa nie jest celem samym w sobie. Jest to punkt wyjścia do dalszych negocjacji w zależności od celu, jakiemu ma ona służyć⁶.

Niezbędnym etapem do oszacowania wartości przedsiębiorstwa jest wskazanie jej celu, gdyż na jego podstawie powinno się dokonać wyboru właściwej wśród dostępnych metody wyceny. W praktyce poznanie wartości firmy wiąże się najczęściej z otrzymaniem przez właściciela oferty kupna jego przedsiębiorstwa. W odniesieniu do spółek istnieją również sytuacje, w których sporządzenie wyceny wymagane jest z mocy prawa, np. przejęcia, fuzje, przekształcenia formy prawnej, wykup udziałów, a także wiele innych. Przedsiębiorca będzie zmuszony do określenia wartości firmy także w niektórych przypadkach weryfikacji zdolności kredytowej oraz zabezpieczenia zadłużenia.

Reasumując, wartość przedsiębiorstwa stanowi cenę, za jaką dane przedsiębiorstwo może być skutecznie zaoferowane do sprzedaży. Teoretycznie metod wyceny wartości przedsiębiorstw jest bardzo wiele, jednak nie wszystkie nadają się

6 P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 186.

do szacowania wartości firm przeznaczonych na sprzedaż, o czym mowa w dalszej części monografii. Każda z metod opiera się na różnych informacjach oraz potrzebuje odmiennych danych do dokonania właściwej analizy. Wykorzystanie tylko jednej metody szacowania może okazać się niemiarodajne, zatem najlepszym rozwiązaniem jest zastosowanie kilku metod jednocześnie.

5.2. Metody wyceny przedsiębiorstwa

Przedsiębiorstwo jest zorganizowaną grupą składników zarówno o charakterze materialnym, jak również niematerialnym, które służyć mają prowadzeniu działalności gospodarczej. W artykule 551 Kodeksu cywilnego⁷ znajdziemy szczegółowe określenie, jakie elementy wchodzi w skład przedsiębiorstwa, a są nimi w szczególności:

- oznaczenie indywidualizujące przedsiębiorstwo lub jego wyodrębnione części (nazwa przedsiębiorstwa),
- własność nieruchomości lub ruchomości, w tym urządzeń, materiałów, towarów i wyrobów, oraz inne prawa rzeczowe do nieruchomości lub ruchomości,
- prawa wynikające z umów najmu i dzierżawy nieruchomości lub ruchomości oraz prawa do korzystania z nieruchomości lub ruchomości wynikające z innych stosunków prawnych,
- wierzytelności, prawa z papierów wartościowych i środki pieniężne,
- koncesje, licencje i zezwolenia,
- patenty i inne prawa własności przemysłowej,
- majątkowe prawa autorskie i majątkowe prawa pokrewne,
- tajemnice przedsiębiorstwa,
- księgi i dokumenty związane z prowadzeniem działalności gospodarczej.

Jak widzimy, składniki te są dość mocno zróżnicowane i mogą mieć zupełnie odmienne postacie, każdy jednak z nich zależnie od charakteru i specyfiki prowadzonej działalności gospodarczej może zostać wykorzystany do realizacji celów przedsiębiorstwa.

Zarówno właściciele, jak i potencjalni inwestorzy są zainteresowani kwestią prawidłowego określenia, jaka jest wartość przedsiębiorstwa⁸. Jest to sprawa dość złożona, mająca u podłoża wiele różnych czynników warunkujących chociażby zastosowanie konkretnej metody wyceny czy określenie właściwych założeń, o czym

7 Dz. U. 1964 r., nr 16, poz. 93.

8 D. Engel, M. Keilbach, *Firm-level implication of early stage venture capital investment: An empirical investigation*, „Journal of Empirical Finance” 2007, vol. 14.

można przekonać się czytając obszerną literaturę przedmiotu, opisującą wiele podejść czy rozbieżności o charakterze metodologicznym.

Warto zauważyć, że już samo określenie „wartość przedsiębiorstwa” może być rozpatrywane w wielu kontekstach i odmiennych znaczeniach w zależności od spojrzenia osoby, która ma dokonać szacowania tejże wartości. Dla właściciela przedsiębiorstwo to bieżące i przyszłe zyski, dla hipotetycznego inwestora wartość może być sumą kolejnych składników majątku jednostki, pracownik przedsiębiorstwa z kolei będzie traktował je jako miejsce, w którym jest zatrudniony, a bank może określać wartość przedsiębiorstwa zależnie od sumy, jaką potencjalnie uzyska ze sprzedaży jego majątku w przypadku konieczności sprzedaży na skutek zadłużenia. Widzimy, że określenie „wartość” ma różne znaczenia, przy czym na ogół mamy na myśli wartość ekonomiczną, księgową, rynkową, rzeczywistą wartość rynkową, inwestycyjną, wewnętrzną, godziwą, odtworzeniową czy likwidacyjną⁹.

Istnieje szeroki wachlarz powodów rodzących konieczność dokonania oszacowania wartości przedsiębiorstwa. Najczęściej wiążą się one z jakąś zmianą zachodzącą w przedsiębiorstwie, czego przykładem mogą być sytuacje: wystąpienia lub pojawienia się nowych udziałowców, podział przedsiębiorstwa, jego likwidacja, sprzedaż nowemu właścicielowi czy wniesienie przedsiębiorstwa do innej spółki. Oprócz tego istnieją inne przesłanki wymagające dokonania wyceny, np. dokonanie ubezpieczenia przedsiębiorstwa, ustalenie jego zobowiązań podatkowych czy realizacja wyceny na potrzeby kontroli właścicielskiej.

Biorąc pod uwagę mnogość sposobów wyceny przedsiębiorstwa, istotnym wydaje się dokonanie klasyfikacji grupującej metody szacowania wartości przedsiębiorstwa najczęściej stosowane w praktyce gospodarczej, co zaprezentowano w tabeli 17. Trzeba pamiętać, że klasyfikacja ta nie wyczerpuje wszystkich stosowanych podejść, a jedynie systematyzuje te najczęściej wykorzystywane. Bardzo ważnym aspektem szacowania wartości przedsiębiorstwa jest dobór właściwej metody zależnie od celu przygotowania takiej wyceny, przykładowo przedsiębiorstwa poddawanego procesowi likwidacji nie będziemy wyceniać metodami dochodowymi.

Tabela 17. Wybrane metody wyceny przedsiębiorstwa stosowane w praktyce gospodarczej

Majątkowe	wartości księgowej
	skorygowanych aktywów netto
	wartości odtworzeniowej
	wartości likwidacyjnej
Dochodowe	zdyskontowanych dywidend
	zdyskontowanych przepływów pieniężnych

⁹ B. Nita, *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007, s. 21–23.

Tab. 17 (cd.)

Mieszane	berlińska
	szwajcarska
Porównawcze	transakcji porównywalnych
	mnożnikowe
Niekonwencjonalne	oparte na teorii opcji
	z opóźnieniem czasowym

Źródło: opracowanie własne.

5.2.1. Metody majątkowe

Pierwszą i jednocześnie najstarszą historycznie grupę stanowią metody majątkowe wyceny przedsiębiorstw, są one także najczęściej wykorzystywane w praktyce gospodarczej. Dzieje się tak głównie za sprawą relatywnie łatwego dostępu do informacji służących za źródło danych w tych metodach, a pośrednio również ze względu na unormowania prawne w Polsce, nakazujące chociażby stosowanie tych właśnie rozwiązań w przypadku wystąpienia wspólnika ze spółki (z powodu wypowiedzenia, śmierci, upadłości, wyłączenia na mocy prawomocnego orzeczenia sądu)¹⁰.

W metodach tych przyjmuje się założenie, że przedsiębiorstwo stanowi zorganizowana grupa aktywów, co z kolei implikuje, że jednostka ma taką wartość, ile wynosi jej majątek pomniejszony o zobowiązania.

Kwestia oszacowania sumy aktywów jest łatwa, gdyż przedsiębiorstwo, sporządzając sprawozdanie w postaci bilansu, jest zobligowane do rzetelnej ich wyceny. Niewątpliwą słabością metod majątkowych jest to, że nie uwzględniają one czynników natury niematerialnej, których bilans nie obejmuje, a które z całą pewnością przyczyniają się do generowania zysków, czego przykładem mogą być kondycja gospodarki, kwalifikacje załogi, wizerunek firmy czy pozycja rynkowa. Innym niedomaganiem stosowania tych metod jest brak powiązania wartości majątku z jego zdolnością do generowania zysków¹¹.

Do najpopularniejszych w grupie majątkowych zaliczamy metody: wartości księgowej (aktywów netto), skorygowanych aktywów netto, wartości odtworzeniowej i wartości likwidacyjnej.

Metoda wartości księgowej (najprostsza i jednocześnie bardzo popularna w praktyce), zwana także metodą aktywów netto, polega na oszacowaniu war-

¹⁰ Dz. U. z 2017 r., poz. 1577, art. 65.

¹¹ A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2007, s. 144.

tości przedsiębiorstwa na podstawie księgowej wartości jego majątku pomniejszonej o zobowiązania jednostki. Podstawowym źródłem danych służących do wyceny jest tutaj bilans przedsiębiorstwa sporządzony na moment wyceny lub w terminie bezpośrednio go poprzedzającym. Oszacowania uzyskiwane tym sposobem obowiązujących zasady wyceny pozycji aktywów i pasywów, co w niektórych sytuacjach może stanowić wadę metody, gdyż wycena taka może odbiegać od rzeczywistych wartości rynkowych. Stosując tę metodę, można posilkować się wzorem:

$$\text{Wartość księgowa} = W_{KA} - W_{KO}$$

gdzie:

W_{KA} – wartość księgowa aktywów,

W_{KO} – wartość księgowa kapitałów obcych.

Warto zwrócić uwagę, że metody wartości księgowej nie powinno stosować się w każdym przypadku, a katalog sytuacji możliwego jej zastosowania powinien sprowadzać się do następujących przypadków:

- jednostka nie jest notowana na giełdzie papierów wartościowych,
- w jednostce przeprowadzana jest aktualizacja wartości majątku,
- w jednostce dokonuje się weryfikacji użyteczności aktywów,
- w sytuacji wyceny na potrzeby sprzedaży przedsiębiorstwa nowy właściciel planuje wykorzystanie majątku,
- wobec przedsiębiorstwa generującego niewielkie straty lub przynoszącego nieznaczne zyski metoda może stanowić jedynie podstawę wyceny¹².

Kolejna w grupie majątkowych jest metoda skorygowanych aktywów netto. Jej istota jest zbliżona do metody aktywów netto, lecz w celu uzyskania dokładniejszych oszacowań stosuje się stosowną korektę aktywów i kapitałów obcych przedsiębiorstwa, ponieważ zapisy w bilansie przedsiębiorstwa nie zawsze w sposób właściwy odnoszą się do rzeczywistości. Wyceniając spółkę tą metodą, można posłużyć się uproszczonym zapisem:

$$\text{Wartość skorygowana aktywów netto} = (W_{KA} +/ - K_A) - (W_{KO} +/ - K_{KO})$$

gdzie:

W_{KA} – wartość księgowa aktywów,

K_A – korekta wartości księgowej aktywów,

W_{KO} – wartość księgowa kapitałów obcych,

K_{KO} – korekta wartości księgowej kapitałów obcych.

12 M. Buszko, M. Jaworek, *Metody wyceny przedsiębiorstw...*, s. 43.

W metodzie tej również uznaje się zasadę, że wartość przedsiębiorstwa to różnica pomiędzy sumą aktywów i kapitałów obcych. Różnicę stanowi tutaj jednak to, że przeprowadza się gruntowną rewizję posiadanych aktywów, dokonując oszacowania poszczególnych składników majątku, przyjąwszy za punkt wyjścia rzeczywiste (rynkowe i możliwe do uzyskania w drodze sprzedaży) ich wartości. Korekty aktywów najczęściej dotyczą takich pozycji, jak: wartości nieruchomości, gruntów, wartości niematerialne i prawne, posiadane akcje i udziały w innych jednostkach, wartości zapasów, posiadanych należności (przede wszystkim z punktu widzenia możliwości ich ściągnięcia). Dodatkowo ocenie podlegają zobowiązania przedsiębiorstwa (pod kątem ewentualnych kar i odsetek), a także rezerwy w zakresie zasadności ich utworzenia oraz rozliczenia międzyokresowe wraz z przychodami przyszłych okresów.

Czynniki przemawiające za zastosowaniem metody skorygowanych aktywów netto to przede wszystkim:

- jednostka dysponuje okazałymi zasobami aktywów materialnych, a udział aktywów niematerialnych jest znikomy,
- przedsiębiorstwo zamierza kontynuować działalność,
- wyceniana własność dotyczy udziałów większościowych,
- bariera wejścia w branży przedsiębiorstwa jest niska,
- jednostka nie dysponuje aktywami pozabilansowymi generujących przychody,
- praca ludzka nie wpływa znacząco na wartość dodaną kreowaną przez przedsiębiorstwo¹³.

Kolejną w grupie metod majątkowych jest tzw. metoda odtworzeniowa. Zgodnie z jej filozofią, aby oszacować wartość przedsiębiorstwa, należy zdefiniować sumę nakładów, które należałoby ponieść, aby na chwilę wyceny odtworzyć będący w jego posiadaniu majątek, uwzględniając jednocześnie fakt, że jest on w różnym stopniu zużyty. W dalszej kolejności uzyskaną sumę należy pomniejszyć o aktualny poziom zobowiązań przedsiębiorstwa. Wyceniając jednostkę tą metodą, można posłużyć się wzorem:

$$\text{Wartość odtworzeniowa przedsiębiorstwa} = N_{ODT} - Z$$

gdzie:

N_{ODT} – nakłady na odtworzenie majątku,

Z – zobowiązania przedsiębiorstwa.

Warto jest w tym miejscu wspomnieć, że odtworzenie majątku przedsiębiorstwa można rozumieć dwojako. Po pierwsze, jako przywrócenie jego składników materialnych w postaci aktywów trwałych i obrotowych, po drugie natomiast, jako przywrócenie jego składników materialnych oraz niematerialnych w postaci

¹³ Tamże, s. 55.

pozycji rynkowej, kwalifikacji kadry, renomy, patentów itp. Kwestia określenia wartości składników majątkowych może być sprawą relatywnie prostą, w przypadku jednak konieczności zmierzenia się z oszacowaniem wartości składników niematerialnych mogą pojawić się różnego rodzaju trudności w postaci chociażby określenia właściwej metodologii czy też wpływu subiektywnej oceny na problem ze strony osoby dokonującej oszacowania.

Efektem tego jest stosowanie metody odtworzeniowej do wyceny wartości nieruchomości, bez konieczności określania wartości niematerialnych. Łatwo domyślić się, że żaden inwestor nie będzie skłonny zapłacić więcej za nieruchomość, niż wynosi jej koszt budowy z uwzględnieniem wszelkich dodatkowych opłat. Metoda ta określana jest niekiedy z tego powodu podejściem kosztowym, metodą reprodukcyjną czy także metodą składnikową¹⁴.

Czwartą spośród omawianych w grupie majątkowych jest tzw. metoda likwidacyjna, nazywana również metodą upłynnienia. Jej cechą jest oszacowanie wartości majątku na podstawie środków pieniężnych, które można byłoby otrzymać, jeśli w chwili wyceny majątek jednostki zostałby sprzedany. Tę wartość pomniejsza się o koszt sprzedaży aktywów przedsiębiorstwa, o wysokość jego zobowiązań oraz o inne koszty związane z procesem likwidacyjnym. Takie podejście do wyceny w praktyce dotyczy firm znajdujących się w stanie upadłości lub będących na skraju bankructwa oraz w odniesieniu do tych aktywów, których przedsiębiorstwo chce się pozbyć z uwagi na ich nieprzydatność w prowadzonej działalności gospodarczej. Wyceniając jednostkę tą metodą, można posłużyć się wzorem:

$$\text{Wartość likwidacyjna} = S_m - K_s - Z - K_L$$

gdzie:

S_m – suma powstała ze sprzedaży składników majątku przedsiębiorstwa,

K_s – koszty konieczne do poniesienia, aby sprzedać składniki majątku przedsiębiorstwa,

Z – zobowiązania jednostki,

K_L – koszty procesu likwidacji przedsiębiorstwa.

Zakładając wartość, jaką można byłoby uzyskać z tytułu sprzedaży składników majątku, trzeba pamiętać o potrzebie zbycia ich możliwie szybko. Może to oznaczać konieczność zastosowania dyskonta i obniżenia ceny rynkowej danych aktywów, co jednak jest uzależnione od rodzaju sprzedawanego środka, jego atrakcyjności dla potencjalnych nabywców czy liczby osób lub podmiotów zainteresowanych zakupem poszczególnych składników majątku. To powoduje, że oszacowane wartości przedsiębiorstwa są z reguły niższe niż te otrzymywane w drodze zastosowania innych metod wyceny.

14 D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw. Zarys teorii i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2000, s. 95.

5.2.2. Metody dochodowe

Metody dochodowe należą do najczęściej wykorzystywanych do oszacowania wartości przedsiębiorstwa¹⁵. U podstaw ich wykorzystania leży założenie, że o wartości jednostki nie decydują posiadane przez nią aktywa, lecz to, w jaki sposób wpływają one na możliwość generowania zysków. Przedsiębiorstwo uważane jest za zorganizowaną i jednorodną całość, co z kolei implikuje, że nie ma potrzeby szacowania wartości poszczególnych jego składników majątkowych, ale zachęca do spojrzenia na to zagadnienie przez pryzmat przyszłych korzyści ekonomicznych wynikających z prowadzenia działalności gospodarczej.

Wśród tej grupy możemy wyróżnić wiele metod, ale w praktyce najczęściej wykorzystuje się te określane mianem zdyskontowanych dywidend i zdyskontowanych przepływów pieniężnych.

Metoda **zdyskontowanych dywidend** uznaje za wartość przedsiębiorstwa sumę przyszłych zdyskontowanych dywidend generowanych przez podmiot. Oznacza to konieczność ustalenia, w jakiej wysokości będą realizowane te właśnie przyszłe dywidendy, a następnie, na podstawie rachunku wartości pieniądza w czasie, obliczenia sumy ich aktualnej wartości. U podstaw niniejszej metody stoi filozofia, że podmiot jest tyle wart, ile wynosi kwota przyszłych korzyści ekonomicznych możliwych do uzyskania z tytułu posiadania akcji przedsiębiorstwa. Zastosowanie tej metody jest możliwe jedynie wtedy, gdy spółka rzeczywiście wypłaca dywidendę.

Jej wypłata może być oparta na różnych schematach, a poszczególne wersje modeli zdyskontowanych dywidend zależą od tego, jaką przyjmiemy stopę jej wzrostu, która może być zerowa, stała lub zmienna¹⁶.

Model zerowej stopy wzrostu dywidendy (lub też stałej dywidendy) zakłada, że spółka będzie wypłacać ją w niezmienniej wysokości. Oczywiście w praktyce z sytuacją taką raczej się nie spotkamy, a entuzjaści tego podejścia wskazują, że skoro nie jest możliwe precyzyjne oszacowanie strumienia przyszłych dywidend, lepiej jest uśrednić ich poziom i potraktować całość jak rentę wieczystą¹⁷.

W tej sytuacji można posłużyć się wzorem:

$$W_{KW} = \frac{D}{r}$$

gdzie:

W_{KW} – wartość kapitałów własnych (spółki),

D – szacowana wysokość rocznych dywidend,

r – stopa dyskontowa (oczekiwany koszt kapitału własnego).

15 L. Mukhlynina, K.G. Nyborg, *The Choice of Valuation Techniques in Practice: Education versus Profession*, Swiss Finance Institute Research Paper Series, 2016.

16 P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 221.

17 D. Zarzecki, *Teoria i praktyka metod dochodowych w wycenie przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 1998, s. 105.

Drugim wariantem stworzonym na postawie wypłaty dywidendy jest model stałego tempa jej wzrostu. Przyjmujemy tutaj inne założenia, a mianowicie dopuszczające wzrost dywidendy o pewien określony procent, a także to, że wspomniany wzrost będzie niższy od stopy dyskontowej. Do oszacowań można wykorzystać wzór:

$$W_{KW} = \frac{D1}{r - g}$$

gdzie:

$D1$ – dywidenda spodziewana w najbliższym roku,

g – stałe tempo wzrostu dywidendy.

Trzeci wariant wypłaty dywidendy to modele dwufazowy i trzyfazowy. Zakłada się w nich powiązanie wielkości wypłacanej dywidendy z tempem wzrostu spółki, co oznacza, że w różnych okresach dywidenda będzie przyjmowała odmienne parametry swojego progresu. W modelu dwufazowym zakładamy zgodnie z samą jego nazwą istnienie dwóch różnych przedziałów czasowych, w których tempo to będzie się zmieniało. Okres pierwszy to czas ponadprzeciętnego wzrostu tempa wypłat dywidendy, będący wynikiem czynnika przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa, po którym przychodzi okres drugi – już z niższym tempem wzrostu dywidendy. W modelu trzyfazowym wyodrębnia się dodatkowy okres, dzieląc cykl faz wzrostu przedsiębiorstwa na trzy przedziały czasowe, tak że tempo wzrostu wypłat dywidendy w każdym kolejnym okresie jest niższe. W praktyce sądowej modele dwufazowe i trzyfazowe są stosowane sporadycznie, a w razie konieczności z powodzeniem można opierać się na modelach omówionych wcześniej: stałej wypłaty dywidendy lub stałego tempa wzrostu wypłat dywidendy.

Modele korzystające z wyceny spółki, biorące pod uwagę wypłatę dywidendy, są relatywnie proste w swojej konstrukcji. Unikamy tutaj konieczności wyceny wartości poszczególnych składników majątku przedsiębiorstwa. Niestety ich sporą wadą jest konieczność oszacowania wysokości przyszłych dywidend i stopy dyskontowej. W praktyce nawet niewielkie zmiany tych parametrów mogą wpływać dość istotnie na uzyskiwane wyniki obliczeń.

Drugą popularną metodą o charakterze dochodowym jest metoda **zdyskontowanych przepływów pieniężnych**, przyjmująca z kolei założenie, że przedsiębiorstwo jest warte tyle, ile wynosi zaktualizowana wartość związanych z nim przepływów pieniężnych. Kluczem do uzyskania miarodajnych wyników jest precyzyjne i poprawne oszacowanie tychże przyszłych strumieni pieniężnych. Okres prognozy oscyluje na ogół w granicach 7–8 lat, chyba że istnieją uzasadnione okoliczności, aby go wydłużyć. W tej metodzie pojawia się także określenie tzw. wartości rezydualnej utożsamianej z wartością przedsiębiorstwa na koniec zakładanego okresu prognozy. Zależnie od przyjętych założeń w zakresie dalszej działalności jednostki można wykorzystać np. metodę wartości likwidacyjnej (o ile przyjmujemy, że przedsiębiorstwo zamierza zrezygnować z działalności) lub metodę

wykorzystującą wypłatę dywidendy (jeśli założymy, że przedsiębiorstwo będzie po okresie prognozy nadal prowadzić swoją działalność). Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest dość powszechnie stosowana, wymaga jednak od biegłego sądowego dużej wiedzy i doświadczenia, aby otrzymane wyniki nie były zafałszowane.

5.2.3. Metody mieszane

Kolejna grupa metod wyceny przedsiębiorstwa zgodnie z wcześniej przedstawioną systematyzacją to tzw. metody mieszane. Założenie stojące u podstaw ich stosowania stwierdza, że o wartości jednostki decyduje zarówno posiadany majątek, jak i możliwość generowania przez niego dochodu. Dzięki takiemu podejściu można zakładać, że metody mieszane będą doskonalsze od poszczególnych metod majątkowych i dochodowych wykorzystywanych w swoich „czystych” postaciach.

Pierwszą w omawianej grupie jest tzw. **metoda berlińska** (zwana również niemiecką). Metodologia szacowania wartości przedsiębiorstwa polega na obliczeniu średniej arytmetycznej z wartości majątku netto i wartości dochodowej firmy¹⁸. Podejście takie powinno być stosowane, o ile wartość dochodowa jest większa od wartości majątkowej, a jednostka ma potencjał rozwojowy. W sytuacji gdy przedsiębiorstwo dysponuje majątkiem o dużej wartości, lecz rentowność jest niewielka, omawiana metoda nie będzie wiarygodna.

Pewną modyfikacją metody berlińskiej jest tzw. **metoda szwajcarska**, która uwzględnia reputację przedsiębiorstwa i jego zdolność do kreowania zysków w przyszłości. W podejściu tym oszacowanie polega na wykorzystaniu średniej ważonej. Przyjmuje się tutaj dla wartości księgowej wagę $1/3$, a dla wartości dochodowej wagę $2/3$ ¹⁹.

5.2.4. Metody porównawcze

Kolejna grupa metod szacowania wartości przedsiębiorstwa w praktyce gospodarczej to metody porównawcze. U podstaw ich stosowania leży przekonanie, że najdoskonalszym źródłem informacji jest rynek²⁰.

Pierwsza z tego typu metod określana jest mianem transakcji porównywalnych i odnosi się do cen transakcji kupna–sprzedaży podobnego przedsiębiorstwa zawartych w przeszłości. Kluczowy dylemat stanowi tutaj kwestia, aby odszukać przedsiębiorstwo porównywalne z tym, które ma być przedmiotem wyceny. Transakcji takich nie było wiele, a zatem trzeba odnieść się do cen historycznych, co najczęściej

18 R. Machała, *Zarządzanie finansami i wycena firmy*, Oficyna Wydawnicza UNIMEX, Wrocław 2008, s. 442.

19 Tamże.

20 R.A. Hill, *Company Valuation and Takeover*, Part II, Ventus Publishing ApS, London 2012.

oznacza znaczną ich odmienność ze względu na warunki ekonomiczne. Metoda ta stosowana jest okazjonalnie i wtedy, gdy istnieje dostatecznie wiarygodny materiał porównawczy w postaci zwartych transakcji. W grupie metod porównawczych występują także tzw. metody mnożnikowe. Oznaczają one oszacowanie wartości jednostki poprzez porównanie jej z innymi przedsiębiorstwami notowanymi na giełdzie papierów wartościowych, czyli już wycenionymi przez szeroko rozumiany rynek. U podstaw tej metody jest stwierdzenie, że podobne do siebie aktywa różnych podmiotów powinny mieć zbliżoną do siebie wartość. W odróżnieniu od technik wyceny posiłkujących się jedynie bilansem, metodologia wycen mnożnikowych jest oparta również na rachunku zysków i strat oraz na rachunku przepływów pieniężnych²¹.

Kalkulacje tworzone są na podstawie tzw. mnożników wartości przedsiębiorstwa, czyli różnego rodzaju relacji pozycji bilansowych firmy do określonych wartości ekonomicznych. Metodologia stosowana w takim przypadku obejmuje: selekcjonowanie porównywalnych podmiotów, określenie baz porównawczych, wyznaczenie średniej branżowej, sporządzenie prognoz wartości podstaw odniesienia do wycenianego podmiotu oraz końcową wycenę firmy²².

Dokonując selekcji porównywalnych podmiotów, należy pamiętać o właściwym doborze branżowym, rozmiarze prowadzonej działalności, stosowanej technologii, strukturze kontrahentów itp. Bazy porównawcze powinno dobierać się dla każdej z branż indywidualnie, a uśrednianie wartości mnożnika pozwala ograniczyć wpływ cech pojedynczych spółek na całkowitą wycenę. Z kolei prognoza wartości podstaw odniesienia ma za zadanie zniwelować wpływ danych historycznych, a przewidywania te mają uwzględniać długookresowe perspektywy rozwoju podmiotu. Wycena końcowa polega natomiast na pomnożeniu mnożników porównywalnych spółek przez prognozowane parametry danej firmy²³.

5.2.5. Metody niekonwencjonalne

Ostatnią grupę metod wyceny wartości przedsiębiorstwa stanowią **metody niekonwencjonalne**. Są one w praktyce stosowane sporadycznie i jedynie w sprzyjających danej metodzie okolicznościach. Do jednej z najbardziej popularnych w tej grupie, choć wciąż wymagającej rozwiązania wielu problemów natury metodologicznej i aplikacyjnej, należy **metoda opcji rzeczywistych**. Zgodnie z nią podejście do kapitału własnego czy projektów rozwojowych przewiduje spojrzenie na nie, jak na opcje. Instrument ten, to dla jednej ze stron kontraktu możliwość,

21 R. Tuzimek, *Metody porównań rynkowych*, [w:] L. Szyszko, J. Szczepański (red.), *Finanse przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2003, s. 144.

22 A. Paździor, *Wycena wartości przedsiębiorstwa w warunkach destabilizacji rynków finansowych*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2013, s. 36.

23 S.Z. Benninga, O.H. Sarig, *Finanse przedsiębiorstwa: metody wyceny*, WIG-Press, Warszawa 2000, s. 351–356.

a nie konieczność, co możemy dalej przełożyć na fakt, iż każde duże przedsiębiorstwo, podejmując decyzję o wprowadzeniu nowego produktu lub opanowaniu nowego rynku, na podstawie badań rynkowych nabywa w ten sposób opcję. O ile badania te zakończą się powodzeniem, będzie można zainwestować w nowy produkt lub rynek. Koszt realizowanych badań potraktować można jak premię zapłaconą za nabycie opcji. Koszt inwestycji to cena wykonania opcji, zaś wypłata zależy od sukcesu rynkowego i stanowi różnicę między wartością sprzedaży i bieżącą wartością inwestycji. Wiadomo także, iż gdy badania rynku okażą się niesprzyjające, wypłata wyniesie zero, ponieważ ekspansja produktowa lub rynkowa nie będzie rozpoczęta. Tak określony tok rozumowania stoi w opozycji do metody klasycznej, jaką jest NPV (*net present value*). Zgodnie bowiem z jej założeniem przedsiębiorstwo może realizować projekty jedynie wtedy, gdy wartość miary NPV jest wyższa od zera. Pomijając fakt prawidłowej wyceny przepływów gotówkowych projektu, NPV zakłada istnienie przez cały jego okres stałego poziomu ryzyka i wprowadza pewnego rodzaju usztywnienie, poprzez brak uwzględnienia okoliczności sprzyjających i niesprzyjających. Podejście wyceny wartości przedsiębiorstwa metodą opcji rzeczywistych pozwalać ma zatem na wprowadzenie do projektu pewnego rodzaju elastyczności²⁴.

Do grupy niekonwencjonalnych zaliczane są także **metody z opóźnieniem czasowym**, stanowiące nurt metod dochodowych. Biorą one pod uwagę dodatkową korektę wartości podmiotu na podstawie rzeczywistych, zrealizowanych dochodów. Tym samym można przyjąć, że jest to forma nietypowego zastosowania konwencjonalnych metod dochodowych²⁵.

5.3. Studium przypadku – wycena przedsiębiorstwa ABC sp. z o.o.

Mardom sp. z o.o. to jedna z wiodących marek produkujących listwy dekoracyjne i sztukaterię. Produkty wykonane są z najwyższej jakości wodoodpornych materiałów, przez co można cieszyć się perfekcyjnym wyglądem listew przez wiele lat. W asortymencie znajdują się setki wzorów kreowanych we współpracy ze znanymi projektantami przemysłowymi. Tworzone są produkty przeznaczone do wszystkich stylów wnętrzarskich – od minimalizmu i prostych form do bogatych, klasycznych zdobień. Produkty Mardom cieszą się uznaniem klientów – właśnie dlatego, zostały nagrodzone w wielu prestiżowych konkursach branżowych. Kapitał zakładowy na dzień wyceny wynosił 76 000 zł, był podzielony na 76 udziałów

24 A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), *Wycena i zarządzanie wartością...*, s. 227–230.

25 R. Machała, *Zarządzanie finansami i wycena...*, s. 446.

o wartości 1000 zł każdy. Podczas gdy kapitał własny wynosił na dzień 31 grudnia 2019 roku 8 505 548,79 zł.

W literaturze przedmiotu najczęściej stosowane metody wyceny przedsiębiorstw to: majątkowe (skorygowanych aktywów netto), metody dochodowe (metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych) oraz metoda porównawcza. W badanym przypadku wycenę udziałów będziemy rozumieli jako określenie ceny, która jest odzwierciedleniem wartości majątku spółki, przypadającą na wspólnika. Taką wartość można ustalić, mając wiedzę o majątku spółki, tj. o jej aktywach i pasywach, nadto o rachunku zysków i strat podmiotu.

Metody majątkowe wycen przedsiębiorstw traktują firmy jak obciążone zobowiązaniami zestawu składników majątkowych. Wartość firmy jest w tych metodach szacowana jako wartość majątku pomniejszona o zobowiązania, które finansują częściowo ten majątek. Metody dochodowe, w powszechnej opinii, najlepiej oddają wartość przedsiębiorstwa. Traktują one firmę jak narzędzie do wytwarzania dochodu. Wartość firmy najwierniej oddana jest jako obliczona na dziś wartość dochodu wygenerowanego przez firmę w przyszłych latach. Dochód ten może być mierzony np. wartością zysku netto, jaki wypracowuje podmiot.

Metoda wartości aktywów netto

Należy do najpopularniejszych metod wyceny przedsiębiorstwa. Punktem wyjścia jest szacowanie wartości aktywów netto. Metoda ta polega na odjęciu zobowiązań i rezerw na zobowiązania (wszelkich ciężących na przedsiębiorstwie długów) od sumy bilansowej aktywów:

$$W_p = A - Z$$

gdzie: W_p – wartość przedsiębiorstwa,

A – aktywa ogółem,

Z – zobowiązania.

Wartość ta odpowiada wartości kapitału własnego skorygowanej o zobowiązania. Będzie również odpowiadała wartości księgowej, co wpisuje się w regulację Ustawy o rachunkowości²⁶.

Tabela 18. Bilans wycenianego przedsiębiorstwa na dzień 31 grudnia 2019 roku (w zł)

Aktywa		Pasywa	
Aktywa trwałe	2 145 100,24	Kapitał własny	8 505 548,79
Aktywa obrotowe	10 599 085,59	Zobow. i rez. na zobow.	4 238 637,04
Suma aktywów	12 744 185,83	Suma pasywów	12 744 185,83

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdania finansowego przedsiębiorstwa ABC sp. z o.o.

²⁶ Dz. U. 2016 r., poz. 1047.

$$W_p = 12\,744\,185,83 - 4\,238\,637,04 = 8\,505\,548,79 \text{ zł}$$

Wartość majątku przedsiębiorstwa stanowiła 8 505 548,79 zł na dzień 31 grudnia 2019 roku. Metoda majątkowa może być stosowana, gdy spełnione są trzy warunki²⁷:

- przedsiębiorstwo dysponuje znacznymi zasobami aktywów materialnych i równocześnie nie posiada lub posiada niewiele aktywów niematerialnych. W analizowanym przypadku wartość majątku obrotowego na dzień 31 grudnia 2019 roku stanowiła:

$$(10\,599\,085,59 / 12\,744\,185,83) \times 100\% = 83,16\%$$
- zakłada się, że firma będzie kontynuowała działalność w przyszłości, a zgromadzone aktywa są jej niezbędne do osiągnięcia dobrych wyników finansowych – ten warunek nie podlega dyskusji,
- będąca przedmiotem wyceny własność odnosi się do całego przedsiębiorstwa, a nie jego wyodrębnionych części.

Metoda dochodowa

Druga grupa metod to metody dochodowe. Praktyka wskazuje, że metody dochodowe są często wykorzystywane, ponieważ wskazują na ile majątek jest produktywny (generowanie przychodu, zysku). Przedsiębiorstwo wart jest tyle, ile korzyści wygeneruje od dnia wyceny do określonego momentu w przyszłości lub ile dochodu wygeneruje od dnia wyceny w z góry nieokreślonym horyzoncie czasowym.

Metoda dochodowa poprzez tzw. metodę przepływów pieniężnych jest jedną z najbardziej znanych i powszechnie stosowanych dochodowych metod wyceny przedsiębiorstw. Pomija się w niej majątek firmy na rzecz osiąganych wolnych przepływów finansowych, jakie w danej chwili bądź w przyszłości przedsiębiorstwo będzie w stanie wygenerować. W związku z uwzględnieniem przepływów finansowych z różnych okresów, występuje konieczność zastosowania dyskonta, co pozwoli ustalić zaktualizowane wartości przyszłych przepływów²⁸. Zgodnie z przedstawionymi założeniami wartość przedsiębiorstwa (W_p) określana jest na podstawie przyszłych generowanych przepływów. Zatem wartość przedsiębiorstwa (W_p) obliczamy ze wzoru:

$$W_p = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

gdzie:

W_p – wartość przedsiębiorstwa,

CF – przepływ pieniężny w danym roku (zysk netto),

r – stopa dyskonta – stanowi średnią ważoną kapitału własnego i obcego,

n – okres.

27 B. Buszko, M. Jaworek, *Metody wyceny przedsiębiorstw...*, s. 40 i następne.

28 W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2011, s. 48.

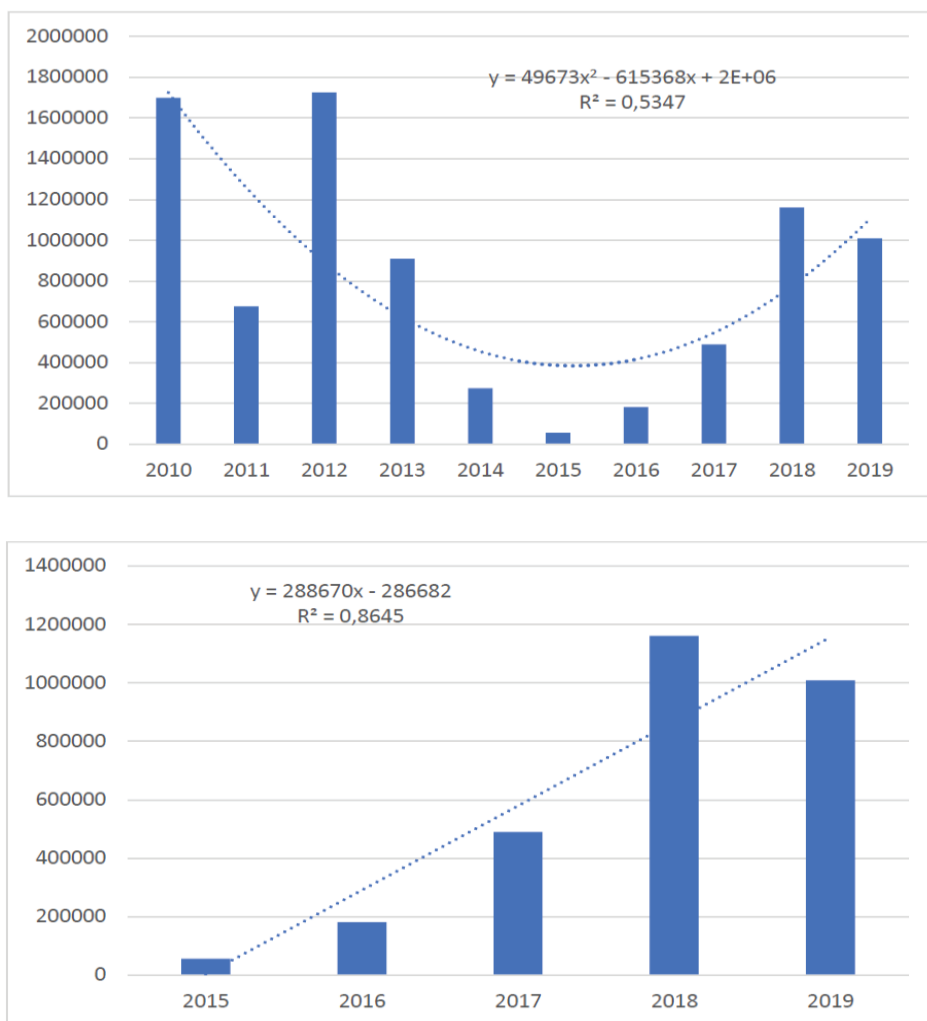
Tabela 19. Wyznaczenie stopy dyskontowej na 31.12.2019 roku

Wyszczególnienie	31.12.2019	Waga	Koszt kapitału	Waga x, koszt kapitału
Kapitał własny	8 505 548,79	0,667	0,060	0,040
Kapitał obcy	4 238 637,04	0,333	0,1449	0,048
Suma	12 744 185,83	1,000	x	0,088

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdania finansowego przedsiębiorstwa ABC sp. z o. o.

$$\frac{8.505.548,79}{12.744.185,83} \times 100\% = 66,7\%$$

Kolumna 3 jest odzwierciedleniem udziału kapitału własnego i obcego w sumie bilansowej. Koszt kapitału własnego to oprocentowanie kapitału nieobarczonego ryzykiem, takiego jak obligacje Skarbu Państwa z grudnia 2019 roku – 6,09% (nbp.pl), podczas gdy koszt kapitału obcego stanowił przeciętne oprocentowanie kredytu długoterminowego z kilkunastu banków komercyjnych w grudniu 2019 roku – 14,49% (bankier.pl). Ostatnia kolumna w tabeli 19 to iloczyn wagi (kolumna 3) i koszty kapitału (kolumna 4). Wartość 0,088 to stopa dyskontowa (8,8%), która została uwzględniona w algorytmie.



Rysunek 19. Zysk netto w podmiocie Mardom sp. z o.o.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w sprawozdaniu finansowym przedsiębiorstwa ABC sp. z o. o.

Graficzna ilustracja zysku z kilku ostatnich lat przedsiębiorstwa wskazuje, że jego empiryczny rozkład jest odpowiednikiem parabolicznej funkcji. Oznacza to, że w początkowej fazie obserwacji, tj. w latach 2010–2015 zysk netto sukcesywnie zmniejszał się, zaś w latach 2016–2019 wartość analizowanej cechy zwiększała się. Dlatego też do prognozy zysku netto na lata 2020–2023 – niezbędne do algorytmu (1) – wykorzystane zostanie równanie $Z(t) = 288\,670 \times t - 286\,682$, gdzie Z to zysk netto, zaś t to zmienna czasu.

Tabela 20. Prognoza zysku netto na lata 2020–2024

Okres	Szacunek zysku netto
2020 (6 okres obserwacji)	$288\,670 \times 6 - 286\,682 = 1\,445\,338,00 \text{ zł}$
2021 (7 okres obserwacji)	$288\,670 \times 7 - 286\,682 = 1\,734\,008,00 \text{ zł}$
2022 (8 okres obserwacji)	$288\,670 \times 8 - 286\,682 = 2\,022\,678,00 \text{ zł}$
2023 (9 okres obserwacji)	$288\,670 \times 9 - 286\,682 = 2\,311\,348,00 \text{ zł}$
2024 (10 okres obserwacji)	$288\,670 \times 10 - 286\,682 = 2\,600\,018,00 \text{ zł}$

Źródło: opracowanie własne.

$$\begin{aligned}
 W_p &= \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} \\
 &= \frac{1445338}{(1+0,088)^1} + \frac{1734008}{(1+0,088)^2} + \frac{2022678}{(1+0,088)^3} + \frac{2311348}{(1+0,088)^4} + \frac{2600018}{(1+0,088)^5} \\
 &= \frac{1445338}{1,088} + \frac{1734008}{1,1837} + \frac{2022678}{1,2879} + \frac{2311348}{1,4012} + \frac{2600018}{1,5245} \\
 &= 1328435,66 + 1464904,96 + 1570524,10 + 1649548,96 + 1705489,01 \\
 &= 7.718.902,69 \text{ zł.}
 \end{aligned}$$

Z powyższych obliczeń wynika, że wartość majątku przedsiębiorstwa wynosi 7 718 902,69 zł.

Metoda berlińska

Metoda ta jest historycznie najstarszym i najdłużej stosowanym rozwiązaniem, posilkującym się przy ustalaniu wartości przedsiębiorstwa zarówno jego majątkiem, jak i wynikami finansowymi. Polega na określeniu wartości przedsiębiorstwa jako średniej arytmetycznej z wartości majątku przedsiębiorstwa netto i wartości dochodowej²⁹, tj.:

$$W_p = \frac{W_m + W_d}{2}$$

gdzie:

W_p – wartość przedsiębiorstwa,

W_m – wartość majątkowa przedsiębiorstwa,

W_d – wartość dochodowa przedsiębiorstwa.

29 M. Kufel, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Park, Bielsko-Biała 2012, s. 66.

Formuła ta implikuje, w jakim stopniu na wartość przedsiębiorstwa wpływają czynniki kształtujące rzeczową stronę podmiotu i zdolność do generowania dochodu. Zatem z powyższego równania wynika:

$$W_p = \frac{8505548,79 + 7718902,69}{2} = 8.112.225,74 \text{ zł}$$

Według metody berlińskiej wartość przedsiębiorstw stanowi 8 112 225,74 zł.

Metoda szwajcarska

Metoda ta zachowuje idee metody berlińskiej, przy lekkiej modyfikacji. Owa modyfikacja polega na zwiększeniu znaczenia wartości dochodowej przez nadanie jej podwójnej wagi, tzn.:

$$W_p = \frac{W_m + 2W_d}{3}$$

gdzie:

W_p – wartość przedsiębiorstwa,

W_m – wartość majątkowa przedsiębiorstwa,

W_d – wartość dochodowa przedsiębiorstwa.

Zatem zgodnie z powyższą formułą otrzymujemy:

$$W_p = \frac{8505548,79 + 2 \times 7718902,69}{3} = 7.981.118,06 \text{ zł}$$

Powyższe obliczenia wskazują, że według metody szwajcarskiej wartość majątku analizowanego podmiotu stanowi 7 981 118,06 zł.

Wnioski

Zagadnienia związane z wyceną majątku przedsiębiorstwa skupiają swoją uwagę na dwóch płaszczyznach, tj. posiadanym majątku podmiotu oraz jego zdolności do generowania korzyści (zysku). Niestety wszelkie stosowane metody wskazują na swoistego rodzaju dychotomię, tzn. metody mogą wskazywać czasami znaczące różnice pomiędzy wartościami będącymi efektem obliczeń i analiz. W znacznej mierze jest to podyktowane założeniami poczynionymi przez analityka, ale również istotnym rozproszeniem wyniku finansowego analizowanego podmiotu. Dlatego w praktyce wyznacza się średnią arytmetyczną z wszystkich z zastosowanych metod. W niniejszej analizie wyniki takich obliczeń przedstawia tabela 21.

Tabela 21. Wartość majątku przedsiębiorstwa

Metoda	Wartość (zł)
Metoda majątkowa	8 505 548,79
Metoda dochodowa – dyskontowa	7 718 902,69
Metoda dochodowa – berlińska	8 112 225,74
Metoda dochodowa – szwajcarska	7 981 118,06
Średnia arytmetyczna	8 079 448,82

Źródło: opracowanie własne.

Konkludując, wartość przedsiębiorstwa na dzień 31 grudnia 2019 roku wynosiła 8 079 448,82 zł (słownie: osiem milionów siedemdziesiąt dziewięć tysięcy czterysta czterdzieści osiem i 82/100 zł).

Rozdział 6

Metody oceny efektywności projektów inwestycyjnych

6.1. Istota pojęcia „efektywność”

Pojęcie efektywności jest bardzo pojemne i z tego powodu pojawia się konieczność precyzyjnego zdefiniowania go. Prace naukowe i licznie prowadzone badania na ten temat odnoszą się w znacznym zakresie do pojęcia sprawności działania, określonego na gruncie prakseologii. W tym znaczeniu działania podmiotu określić można jako sprawne, jeśli będą odznaczały się skutecznością, korzystnością oraz ekonomicznością¹.

W ekonomii i pokrewnych jej naukach pod pojęciem efektywności rozumiemy na ogół wydajność podmiotu, określając, jak dobrze radzi on sobie z realizacją celu, do którego został powołany. Efektywność oznacza dążenie do najwyższej wydajności lub do minimalizacji ponoszonych nakładów, rozpatrywana jest również jako relacja nakładów do uzyskiwanych efektów (w tzw. ujęciu tradycyjnym), jako możliwie najbardziej racjonalna alokacja posiadanych zasobów (w tzw. ujęciu zasobowym) albo jako wyraz ogólnej oceny funkcjonowania podmiotu z uwzględnieniem każdego z elementów mających wpływ na skuteczność prowadzenia przez niego działalności².

Śród różnych rodzajów efektywności opisywanej w literaturze w kręgu naszych zainteresowań pozostanie tzw. efektywność ekonomiczna. W tym znaczeniu termin ten definiuje sprawność organizacji w zakresie umiejętnego wykorzystania zasobów będących do jej dyspozycji w określonym czasie. Za ważny wyznacznik efektywności można przyjąć porównanie osiągniętych wyników z zaplanowanymi

1 R. Walkowiak, *Prakseologiczne zasady sprawnego działania*, „Zeszyt Naukowy Ekonomia i Zarządzanie” 2011, nr 1, s. 29.

2 E. Skrzypek, *Efektywność ekonomiczna jako ważny czynnik sukcesu organizacji*, [w:] T. Dudycz, G. Osbert-Pociecha, B. Brycz, *Efektywność – konceptualizacja i uwarunkowania*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2012, s. 316.

celami. Efektywność jako kategoria ilościowa będąca relacją uzyskanych efektów do poniesionych nakładów oznacza, że skuteczność działań jednostki, czyli jej zdolność do tworzenia efektów jest kluczowym czynnikiem i tym samym koniecznym warunkiem do osiągnięcia i zwiększania efektywności. Jeżeli działania nie są skuteczne, to nie są w stanie przysporzyć jednostce zakładanych wyników, czyli są nieefektywne. Warto natomiast zwrócić uwagę na okoliczność, że sama skuteczność nie jest czynnikiem decydującym o efektywności – nawet przy bardzo wysokim poziomie skuteczności działań efektywność może być na niskim poziomie. Skuteczność działań podmiotu powinna wpłynąć na oczekiwane efekty, które w powiązaniu z poniesionymi nakładami przekładają się na efektywność³.

Efektywność stanowi jedną z kluczowych kategorii, którą wykorzystujemy, charakteryzując sposób funkcjonowania organizacji, a w szczególności jednostek prowadzących działalność gospodarczą. Efektywność jest w tym przypadku fundamentalnym aspektem decydującym o celowości istnienia podmiotu, warunkuje jego funkcjonowanie i zakładany dalszy rozwój⁴.

Efektywne prowadzenie działalności gospodarczej wiąże się z wymogiem posiadania odpowiednich predyspozycji, określanych mianem przedsiębiorczości i innowacyjności, co w połączeniu z wiedzą i gotowością do akceptacji ryzyka umożliwia podejmowanie decyzji gospodarczych⁵.

Zważywszy że maksymalizacja szeroko rozumianych korzyści ekonomicznych stanowi jeden z celów funkcjonowania przedsiębiorstwa, istotne jest posiadanie właściwych narzędzi do oceny tego, jak skutecznie cel ten jest realizowany.

Ekonomia i finanse wykorzystują dość powszechnie określenia miary i wskaźnika. Jako miarę przyjmujemy pojedynczą wartość, która opisuje dane zjawisko, np. poziom zobowiązań długoterminowych, wartość emisyjną akcji, kwotę zysku netto itp. Dla odmiany wskaźnik to parametr stanowiący relację dwóch miar, np. rentowność aktywów, będąca ilorazem wielkości zysku netto i sumy aktywów.

Wykorzystywane w praktyce gospodarczej narzędzia do pomiaru efektywności oparte są na podejściu wskaźnikowym. Wskaźniki stanowią stosunkowo prostą metodę oceny efektywności realizowanych operacji gospodarczych i uzyskiwanych dzięki nim wyników ekonomicznych podmiotów. Podejście wskaźnikowe sprowadza się do konstruowania relacji pomiędzy różnymi wielkościami ekonomicznymi⁶.

3 Tamże, s. 320.

4 G. Osbert-Pociecha, *Relacja między efektywnością i elastycznością organizacji*, [w:] T. Dudycz, Ł. Tomaszewicz (red.), *Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2007, s. 338–347.

5 R. Kaplan, A. Mikes, *Managing risks: A new framework*, „Harvard Business Review” 2012, June.

6 M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 144–145.

6.2. Rodzaje projektów inwestycyjnych i etapy ich realizacji

Przed rozpoczęciem charakterystyki metod oceny opłacalności projektów rozwojowych zasadne jest określenie, czym jest inwestycja. Ze względu na wielowymiarowość tegoż terminu zetknąć możemy się z wieloma jego różnymi definicjami. W szerokim znaczeniu przyjmuje się z reguły, że każda inwestycja to poświęcenie bieżącej konsumpcji na rzecz przyszłych, możliwych do uzyskania korzyści, których ewentualne pojawienie się zawsze jest obciążone jakimś ryzykiem.

Dla sprawnego i efektywnego (w rozumieniu rentowności) funkcjonowania podmiotów gospodarczych proces inwestowania jest koniecznością. Stanowi on istotny czynnik rozwoju, a umiejętnie skorelowana ze strategią jednostki polityka w zakresie angażowania kapitału przyczyniać może się do długofalowego wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Z uwagi na charakter decyzji inwestycyjnych bardzo ważne jest, aby wcielenie ich w życie było poprzedzone rachunkiem opłacalności ekonomicznej projektu. Ponieważ każdy podmiot funkcjonuje w określonym kontekście uwarunkowań zewnętrznych, decyzje rozwojowe i ich podejmowanie muszą być powiązane z otoczeniem jednostki. Skutki realizowanych działań inwestycyjnych mogą pojawić się w przyszłości, nawet odległej. Właściwe wybory w zakresie wdrażania i oceny atrakcyjności projektów determinują chociażby konkurencyjność firmy, jej udział w rynku, atrakcyjność produktów i usług oraz potencjał do generowania zysków. Wybór spośród wielu pomysłów na zainwestowanie środków do uzyskania zamierzonych efektów powinien zostać dokonany na podstawie obiektywnych przesłanek i kryteriów, mających swoje potwierdzenie w rzeczywistości gospodarczej. Dotyczy to przede wszystkim przyjmowanych założeń technicznych i ekonomicznych stanowiących podstawę do oceny efektywności projektów. Spośród wielu kryteriów, które mogą być brane pod uwagę przy ocenie inwestycji w gospodarce wolnorynkowej, dominują powołujące się na stopę zwrotu i ukazujące wyrażoną kwotowo nadwyżkę uzyskanych korzyści z tytułu eksploatacji projektu nad poniesionymi nakładami inwestycyjnymi, co w połączeniu z czynnikiem czasu pozwala na kompleksowe spojrzenie na atrakcyjność branego pod uwagę pomysłu rozwojowego.

Projekty rozwojowe w przedsiębiorstwie mogą być klasyfikowane według różnych kryteriów. Dominującym w tym zakresie wydaje się być podział biorący pod uwagę, co jest przedmiotem angażowania kapitału. Najczęściej wyróżnia się tutaj trzy podstawowe rodzaje inwestycji⁷:

- **inwestycje rzeczowe** – tworzące majątek rzeczowy, do którego kluczowych składników zaliczamy grunty, budynki, maszyny, urządzenia i inne środki trwałe. Inwestycje tego rodzaju wiążą się z nabyciem lub wymianą

7 J. Wieprow, *Ocena efektywności inwestycji rzeczowych za pomocą metody NPV*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu” 2013, vol. 38, nr 6.

wspomnianych składników. Efektem tych działań jest zwiększenie potencjału gospodarczego wykorzystywanego przez przedsiębiorstwo w jego działalności operacyjnej;

- **inwestycje finansowe (kapitałowe)** – obejmują majątek finansowy i jego angażowanie w formie oszczędności na rachunkach bankowych, nabywanie papierów wartościowych oraz innych aktywów finansowych o charakterze inwestycyjnym. Mogą mieć zarówno wymiar spekulacyjny, jak i być ukierunkowane na przejęcie kontroli nad inną firmą. Efektem tego typu działań jest uzyskiwanie korzyści w postaci np. odsetek i dywidend;
- **inwestycje niematerialne i prawne** – oznaczają nabywanie takich aktywów, jak licencje, znaki handlowe, oprogramowanie komputerowe, środki do realizacji badań, nakłady na poprawę warunków socjalnych, ochronę środowiska naturalnego, szkolenia kadr, działania promocyjne. Działania te nie dotyczą bezpośredniego powstawania dóbr, świadczenia usług ani realizacji operacji finansowych.

Oprócz zaprezentowanej klasyfikacji można także podzielić inwestycje, biorąc pod uwagę cel realizacji projektu. Wyróżnimy wówczas:

- **inwestycje zastępujące** – służące wymianie technologii oraz aktywów trwałych, modernizacji procesów technologicznych, czy nawet oznaczające zmianę rodzaju działalności,
- **inwestycje zwiększające skalę** – pojawiają się w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo nie może zaspokoić popytu ze strony rynku posiadanymi dotychczas zasobami i decyduje się na zwiększenie swych możliwości produkcyjnych,
- **inwestycje dotyczące rozwoju nowych technologii** – oznaczają stworzenie zupełnie nowych rozwiązań w odniesieniu do sposobów wytwarzania produktów czy też radykalnie poprawiają efektywność działania jednostki,
- **inwestycje pozostałe** – to takie, gdzie rachunek efektywności zajmuje drugoplanowe miejsce. Są to działania dotyczące poprawy warunków BHP, wpływu na środowisko naturalne, dotyczące rozwoju kadr itp.

Jeżeli spojrzymy na działalność rozwojową poprzez pryzmat cyklu życia firmy, wyróżnimy:

- **inwestycje pierwotne**, które powstają w chwili powstawania przedsiębiorstwa,
- **inwestycje wtórne**, realizowane na dalszych etapach rozwoju podmiotu gospodarczego (w fazie wzrostu i stabilizacji), a przyczyniające się do dalszego wzrostu wartości jednostki poprzez modernizację czy zwiększenie skali działania.

Realizacja projektów inwestycyjnych to proces długofalowy, składający się z wielu etapów, wynikających m.in. ze specyfiki konceptu. Na potrzeby niniejszego opracowania przyjęto propozycję stanowiącą model cyklu życia projektu zaprezentowany przez przedstawicieli UNIDO – W. Behrensa i P.M. Hawranka. Zgodnie z tym ujęciem w ramach cyklu życia projektu inwestycyjnego wyróżniamy⁸:

8 A. Kałowski, J. Wysocki (red.), *Przygotowanie i ocena projektów inwestycyjnych*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2013.

- fazę przedinwestycyjną,
- fazę inwestycyjną (zwaną także fazą realizacji lub implementacji),
- fazę eksploatacji (zwaną także fazą operacyjną).

Faza pierwsza, będąca **fazą przedinwestycyjną**, wiąże się z podjęciem szeregu aktywności, od których zależeć będzie ostateczny efekt podjętych działań w zakresie zaangażowania kapitału. Na tym etapie ma miejsce identyfikacja możliwości inwestycyjnych i sporządzenie listy ewentualnych projektów do dalszej oceny. Istotne jest w tym momencie określenie posiadanych zasobów zarówno finansowych, jak i personalnych oraz uwzględnienie czynników tkwiących w otoczeniu przedsiębiorstwa. Czynniki te mogą mieć charakter:

- ekonomiczny, dotyczących oprocentowania kapitału obcego, poziomu inflacji, kosztu wynagrodzeń itp.,
- związany z otoczeniem prawnym i administracyjnym w zakresie ewentualnych zezwoleń i koncesji, czy także wielkości obciążeń podatkowych,
- technologiczny, dotyczący uwarunkowań oznaczających wdrażanie nowych rozwiązań,
- polityczny, oznaczający na ogół stabilność polityczną i możliwość ewentualnych zmian prawa w zakresie dotyczącym rodzaju prowadzonej działalności,
- oparty na aspektach związanych z położeniem geograficznym czy dostępem do szlaków komunikacyjnych,
- związany z wrażliwością na cykl koniunkturalny, co przekłada się na możliwe perturbacje w sytuacji pojawienia się osłabienia i spadku koniunktury,
- dotyczący kosztu i dostępności surowców do produkcji lub świadczenia usług, co w sposób oczywisty przekłada się na poziom cen, zysków i ryzyko prowadzenia działalności,
- związany z poziomem konkurencji, której działania wpływają na warunki funkcjonowania przedsiębiorstwa.

Gdy zostanie sporządzona lista ewentualnych projektów inwestycyjnych będących w obszarze zainteresowania przedsiębiorstwa niezbędne jest sporządzenie szczegółowych założeń finansowych i technicznych dla każdego z pomysłów w celu wyboru konkretnego wariantu. Ostatnim elementem fazy przedinwestycyjnej jest ocena kolejnych wariantów i wybór ostatecznego projektu do realizacji.

Faza druga, czyli **faza realizacji** (implementacji) inwestycji, oznacza przejście od działań o charakterze koncepcyjnym do aktywności przykładowo polegającej na:

- wyborze kontrahentów będących wykonawcami i dostawcami, negocjacji i podpisywaniu z nimi kontraktów,
- sporządzaniu planów technicznych, opracowaniu harmonogramów,
- budowie obiektu,
- zabezpieczeniu poprzez rekrutacje i szkolenia personelu obsługującego inwestycję na etapie eksploatacji,
- ostatecznym przyjęciu obiektu do eksploatacji.

Faza realizacji inwestycji i poszczególne prace realizowane w jej toku są bezpośrednio związane ze specyfiką projektu i oczywiście mogą daleko odbiegać

od wskazanych przykładowych działań, które oczywiście będą różnić się od siebie zależnie od tego, co będzie przedmiotem realizowanej inwestycji.

Trzecia faza zwaną **fazą eksploatacji** to wszystkie aktywności pojawiające się po oddaniu inwestycji do użytkowania. Oznacza to normalną działalność operacyjną przedsiębiorstwa w zakresie tego, czego projekt rozwojowy dotyczył. Na tym etapie istotne jest monitorowanie funkcjonowania inwestycji w porównaniu z tym, co zostało przyjęte i określone w fazie przedinwestycyjnej. Realia gospodarcze i ewentualne czynniki, które nie zostały uwzględnione podczas planowania lub zostały oszacowane niewłaściwie, mogą negatywnie wpływać na ostateczną rentowność projektu i z tego względu jednostka powinna podejmować działania korygujące, aby odzyskać zaangażowane środki i osiągnąć możliwie wysoką stopę ich zwrotu.

6.3. Proste metody oceny projektów inwestycyjnych

Metody tego rodzaju służą na ogół do wstępnej selekcji spośród różnych pomysłów inwestycyjnych na etapie studiów przedrealizacyjnych. Mają one uproszczony charakter i wykorzystują w obliczeniach wartości nominalne, czyli niezdyskontowane na moment realizowania analizy projektu. Kluczowym ich mankamentem jest to, że wszystkie strumienie pieniężne są traktowane tak samo, bez względu na czas ich pojawienia się i tym samym pomijana jest zmiana wartości pieniądza w czasie. Inną słabością tych metod jest branie pod uwagę danych rocznych lub uśrednionych⁹. Metody te nie uwzględniają również przepływów pieniężnych występujących po okresie granicznym trwania inwestycji i pomijają istnienie wpływu czasu trwania samej inwestycji na uzyskiwane wyniki obliczeń.

Do metod prostych zalicza się w szczególności:

- okres zwrotu nakładów inwestycyjnych,
- prostą stopę zwrotu nakładów inwestycyjnych,
- księgową stopę zwrotu.

⁹ W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2021.

6.3.1. Okres zwrotu nakładów inwestycyjnych

Okres zwrotu jest czasem potrzebnym, aby suma nadwyżek finansowych z inwestycji pokryła poniesione nakłady inwestycyjne, czyli przedstawiając to w inny sposób, jest to okres, po którym jednostka odzyska wydatki zainwestowane w projekt dzięki generowanym nadwyżkom finansowym. Ta metoda umożliwia porównanie alternatywnych projektów inwestycyjnych, zakładając przy tym kryterium czasu potrzebnego do spłaty nakładu inwestycyjnego, a w jej świetle preferowany jest oczywiście ten projekt, który umożliwia najkrótszy okres zwrotu poniesionego nakładu. Im szybciej bowiem odzyskane zostaną poniesione nakłady, tym mniejsze będzie ryzyko danej inwestycji. Ważnym elementem ograniczania ryzyka jest tutaj podejście, zgodnie z którym im bardziej wybiegamy do przodu, szacując przepływy pieniężnych, tym istnieje większe ryzyko błędnego określenia interesujących nas wartości.

Kluczową wadą okresu zwrotu jest jego obliczanie na podstawie nominalnych wartości nadwyżek finansowych, co oznacza całkowite ignorowanie faktu zmiennej wartości pieniądza w czasie. To może z kolei wpływać na niewłaściwą ocenę inwestycji charakteryzujących się podobną łączną wysokością nadwyżek finansowych, ale w różny sposób rozłożonych w czasie.

Przykład 8. Przedsiębiorstwo bierze pod uwagę trzy możliwości zainwestowania kapitału, które wymagają poniesienia nakładu w kwocie 380 000 zł, nadwyżki finansowe generowane w kolejnych latach przedstawiono w tabeli 22.

Tabela 22. Dane do określenia prostego okresu zwrotu

Okres	Nadwyżka finansowa w projekcie		
	A	B	C
1	120 000	145 000	100 000
2	125 000	148 000	100 000
3	120 000	147 000	100 000
4	148 000	112 000	100 000
5	150 000	98 000	100 000

Źródło: opracowanie własne.

Należy ocenić, który z projektów charakteryzuje się najkorzystniejszym, czyli z punktu widzenia przedsiębiorstwa najkrótszym prostym okresem zwrotu.

W celu dokonania koniecznych ustaleń dotyczących poszczególnych projektów można posłużyć się dodatkową tabelą, w której umieścimy kolumny przedstawiające tzw. nadwyżki finansowe skumulowane, co oznacza, że w ramach poszczególnych wariantów A, B i C będziemy dodawać do siebie wartości nadwyżek finansowych z kolejnych lat.

Tabela 23. Kalkulacja prostego okresu zwrotu

Okres	Nadwyżka finansowa w projekcie			Nadwyżki finansowe skumulowane		
	A	B	C	A	B	C
1	120 000	145 000	100 000	130 000	145 000	100 000
2	125 000	148 000	100 000	245 000	293 000	200 000
3	120 000	147 000	100 000	365 000	440 000	300 000
4	148 000	112 000	100 000	513 000	552 000	400 000
5	150 000	98 000	100 000	663 000	650 000	500 000

Źródło: opracowanie własne.

Jak widzimy, projekt A zwróci się po 4 roku (nadwyżka 513 000), projekt B po 3 roku (nadwyżka 440 000) i projekt C również po 4 roku (nadwyżka 400 000). Gdybyśmy mieli podjąć decyzję o wyborze konkretnego wariantu, opierając się o kryterium prostego okresu zwrotu, wybralibyśmy wariant B, ponieważ charakteryzuje się on najkrótszym okresem, po którym nastąpi zwrot poniesionych nakładów.

Niekiedy może pojawić się potrzeba dokładnego określenia, w którym momencie roku zwrot nastąpi. W takiej sytuacji należałoby sporządzić przepływy biorące pod uwagę dane kwartalne lub nawet miesięczne. Umożliwiłoby to doprecyzowanie poszukiwanej wartości prostego okresu zwrotu. Rozbicie przepływów pieniężnych na dane o większej częstotliwości umożliwia usunięcie wpływu sezonowości uzyskiwania przychodów, który może mieć miejsce w przypadku planowanej inwestycji.

6.3.2. Prosta stopa zwrotu

Ogólna formuła jest tutaj relacją dochodu do całkowitych nakładów inwestycyjnych, czyli:

$$\text{Stopa zwrotu} = \text{dochód} / \text{nakład inwestycyjny}$$

Na potrzeby kalkulacji stopy zwrotu i w zależności od preferencji oraz oczekiwań dokonującego oceny inwestycji kategoria dochodu można przybierać różne formy i może to być np. zysk brutto, zysk netto, zysk netto + odsetki od kredytu, zysk netto + amortyzacja, zysk netto + amortyzacja + odsetki od kredytu. Stopa zwrotu stosowana jest głównie podczas wstępnej oceny ewentualnych projektów lub w sytuacji braku czy niedostatku precyzyjnych danych opisujących konkretne przedsięwzięcie rozwojowe. W przypadku stopy zwrotu można dodatkowo modyfikować jej formułę i kalkulować ją na podstawie uśrednionej wielkości rocznej

dla całego okresu inwestycji, zarówno w zakresie licznika, jak i mianownika przedstawionej formuły.

Prosta stopa zwrotu pomimo łatwości kalkulacji ma kilka istotnych wad, które powodują, że nie może ona być podstawowym kryterium wyboru projektu, a ułomnościami tymi są:

- pomijanie zmiennej wartości pieniądza w czasie,
- brak możliwości porównania konkurencyjnych projektów reprezentujących odmienne klasy ryzyka,
- branie pod uwagę nominalnych wartości zysku netto, a nie realnych przepływów gotówkowych¹⁰.

6.4. Dyskontowe metody oceny projektów inwestycyjnych

Podstawową zaletą dyskontowych metod oceny inwestycji jest fakt, że uwzględniają one zmienną wartość pieniądza w czasie. Przepływy pieniężne charakteryzujące każdą inwestycję mają swój specyficzny układ w czasie i dodatkowo różnią się na ogół wielkością. Stosując metody złożone jako punkt dokonywania porównań, przyjmuje się okres bieżący i wszystkie strumienie pieniężne zarówno po stronie wydatków, jak i wpływów mogące mieć miejsce w przyszłości, przelicza się je na chwilę obecną, co określa się także jako proces dyskontowania. Na ogół stopą dyskontową wykorzystywaną w tego typu kalkulacjach jest koszt kapitału. Oznacza to, że chcąc zastosować metody złożone, pojawia się konieczność oszacowania tegoż właśnie kosztu. Stopa dyskontowa zawiera w sobie oprócz stopy wolnej od ryzyka i premii za jego ponoszenie także spodziewaną wielkość inflacji. Kolejnym istotnym elementem stosowania metod złożonych jest konieczność określenia rozkładu i wielkości strumieni środków pieniężnych, które są związane z danym projektem. Ich niedokładne oszacowanie wpłynie negatywnie na poprawność i wiarygodność wyników. Zbyt optymistyczne szacunki przepływów pieniężnych w momencie ich planowania mogą skończyć się złą oceną projektu inwestycyjnego, co w konsekwencji może oznaczać, że do realizacji zostanie przyjęta inwestycja mało efektywna lub nawet zupełnie pozbawiona korzyści ekonomicznych dla podmiotu.

W ocenie projektów inwestycyjnych powszechnie występuje termin, jakim jest nadwyżka finansowa. Mianem tym określa się zysk netto zwiększony o amortyzację. W literaturze przedmiotu można również niekiedy spotkać się z podejściem

¹⁰ R. Machała, *Praktyczne zarządzanie finansami firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.

polegającym na dodawaniu do tych dwóch składników także odsetek od kredytu finansującego daną inwestycję.

Do najpopularniejszych metod dyskontowych wykorzystywanych w praktyce gospodarczej zaliczyć można:

- zdyskontowany okres zwrotu,
- wartość zaktualizowaną netto przedsięwzięcia NPV (*net present value*),
- wskaźnik zyskowności PI (*profitability index*),
- wewnętrzną stopę zwrotu IRR (*internal rate of return*).

6.4.1. Zdyskontowany okres zwrotu

Ta metoda jest pewnego rodzaju ulepszeniem prostego okresu zwrotu, a kluczowa różnica pomiędzy tymi dwoma odmianami wiąże się z tym, że tutaj bierzemy pod uwagę wartość bieżących przepływów pieniężnych generowanych przez projekt, co w praktyce oznacza, że wartości nominalne zostają zastąpione przez wartości zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Zdyskontowany okres zwrotu i prosty okres zwrotu są oprócz tej różnicy interpretowane w identyczny sposób.

Przykład 9. Na podstawie danych z przykładu dotyczącego prostego okresu zwrotu, dodatkowo ustalając stopę dyskontową na poziomie 12%, należy określić zdyskontowany okres zwrotu dla projektów A, B i C.

W tym celu przygotujemy tabelę 24, w której umieścimy dodatkowo współczynnik dyskontowy odnoszący się do stopy 12%, a oprócz wartości nominalnych nadwyżek wprowadzimy również ich wartości bieżące. W tabeli tej przedstawiono także obliczenie skumulowania bieżących wartości nadwyżek finansowych.

Tabela 24. Kalkulacja zdyskontowanego okresu zwrotu

Okres	Wsp. dyskont.	Nadwyżka finansowa w projekcie			Nadwyżki bieżące			Nadwyżki bieżące skumulowane		
		A	B	C	A	B	C	A	B	C
1	0,8928	120 000	145 000	100 000	107 143	129 464	89 286	107 143	129 464	89 286
2	0,7971	125 000	148 000	100 000	99 649	117 985	79 719	206 792	247 449	169 005
3	0,7117	120 000	147 000	100 000	85 414	104 632	71 178	292 206	352 081	240 183
4	0,6355	148 000	112 000	100 000	94 057	71 178	63 552	386 262	423 259	303 735
5	0,5674	150 000	98 000	100 000	85 114	55 608	56 743	471 376	478 867	360 478

Źródło: opracowanie własne.

Jak wynika z tabeli, projekt C w okresie 5 lat eksploatacji inwestycji nie zwraca poniesionego nakładu, gdyż suma zdyskontowanych nadwyżek dla projektu nie

osiągnęła wartości pierwotnego nakładu w kwocie 380 000 zł. W przypadku natomiast projektów A i B zdyskontowany okres zwrotu wynosi 4 lata, w obydwu bowiem sytuacjach osiągnięto wartość pierwotnego nakładu inwestycyjnego. Widzimy jednak, że projekt B charakteryzuje się wyższą wartością sumy zdyskontowanych nadwyżek i to właśnie on powinien zostać wybrany jako najbardziej atrakcyjny.

Przykład liczbowy wskazuje na niedoskonałości metody prostej, zgodnie z którą moglibyśmy wysnuć wniosek, że każdy z zaproponowanych projektów zapewnia zwrot poniesionych nakładów, tyle że zwrot będzie miał miejsce w różnym czasie. Metoda bieżącego okresu zwrotu wskazuje, że uwzględnienie czynnika czasu wiąże się z możliwością uzyskania innych wniosków – nie każdy z projektów umożliwi osiągnięcie zwrotu poniesionych nakładów.

6.4.2. Wartość zaktualizowana netto NPV

Wartość zaktualizowana netto powstaje jako różnica pomiędzy sumą zdyskontowanych nadwyżek finansowych i sumą zdyskontowanych nakładów inwestycyjnych, czyli:

NPV = suma zdyskontowanych nadwyżek finansowych – suma zdyskontowanych nakładów

O ile konieczność zdyskontowania nadwyżek finansowych jest kwestią zrozumiałą, o tyle wyjaśnienia wymagać może kwestia, czym są zdyskontowane nakłady. Otóż w niektórych projektach nakłady te mogą być ponoszone przez kilka okresów i w takiej sytuacji konieczne jest doprowadzenie ich do porównywalności przez dyskontowanie. Na ogół jednak podczas oceny projektów spotykamy się z ponoszeniem nakładu inwestycyjnego jedynie na początku okresu obliczeniowego, czyli w tzw. momencie zerowym i takiej sytuacji wydatków tych nie trzeba dyskontować, ponieważ już są one określone w wartości bieżącej. Uwaga dotycząca dyskontowania nakładów inwestycyjnych ma również zastosowanie w innych metodach uwzględniających wartość pieniądza w czasie.

Wartość zaktualizowana netto daje możliwość oceny projektów eksploatowanych w różnym czasie. Interpretacja omawianej miary wydaje się oczywista, a mianowicie:

- dla $NPV < 0$ inwestycja jest nieopłacalna, ponieważ nakłady przewyższają uzyskane efekty, a rozważany projekt należy odrzucić,
- dla $NPV = 0$ projekt jest neutralny, stopa zwrotu jest równa kosztowi kapitału, projekt nie zwiększa ani nie zmniejsza zasobów jednostki, gdyż uzyskane korzyści są równe poniesionym nakładom,
- dla $NPV > 0$ inwestycja jest opłacalna, ponieważ efekty z jej realizacji przewyższają poniesione nakłady.

Jeżeli mamy do wyboru kilka projektów inwestycyjnych, to nasz wybór powinien zostać skierowany na ten, gdzie dodatnie NPV jest najwyższe. Podczas szacowania NPV istotnym elementem jest dobór właściwej stopy dyskontowej, ponieważ jej wartość kształtuje oprócz przepływów pieniężnych ostateczny wynik oceny inwestycji.

Pierwszy plus wykorzystywania omawianej metody stanowi sposobność uzyskania wyniku, który ewentualne korzyści finansowe z tytułu realizacji projektu wyraża w konkretnej kwocie, a osiągnięty w ten sposób wynik bierze pod uwagę zmienną wartość pieniądza w czasie. Drugą korzyścią tej metody pozostaje fakt, że podczas obliczeń wykorzystywane są przepływy pieniężne obejmujące cały cykl życia projektu rozwojowego – również te znacznie oddalone od momentu bieżącego, gdy inwestycja jest poddawana ocenie, a ta przyczyna stanowi, że metodę NPV można stosować do oceny projektów długoterminowych, wiążących się ze strategią rozwoju firmy. Interpretacja wyniku NPV, co już wskazano, nie przysparza trudności, co powoduje, że metoda ta jest powszechnie wykorzystywana w procesie decyzyjnym.

Pomimo zalet omawiana metoda nie jest wolna od słabości. Jedną z nich jest przyjmowanie przez cały okres prognozy eksploatacji projektu stałej stopy dyskontowej. Założenie takie w realiach gospodarczych jest trudne do urzeczywistnienia z uwagi na możliwości zmian kosztu kapitału w okresie obliczeniowym. Aby niedogodność tę zniwelować, stopę dyskontową można określić dla każdego z okresów odrębnie i uwzględnić ją przy kalkulacji wartości obecnej kolejnych nadwyżek. Niedogodnością NPV jest również brak możliwości ustalenia marginesu błędu ponoszonego w czasie eksploatacji inwestycji ryzyka, co jednak jest łatwe do wyeliminowania dzięki zastosowaniu tzw. analizy wrażliwości projektu, polegającej na określeniu, w jakim stopniu czynniki wpływające na wartość obliczonego NPV przekładają się na ostateczną wielkość tej miary.

Przykład 10. Posiłkując się założeniami z przykładu dotyczącego obliczenia zdyskontowanego okresu zwrotu, można określić wartość NPV dla poszczególnych projektów. W tym celu należy wykorzystać tabelę już sporządzoną dla zdyskontowanego okresu zwrotu, dokonując dodatkowo sumowania wartości wszystkich nadwyżek bieżących (zdyskontowanych) dla projektów A, B i C, co zrobiono w ostatnim wierszu tabeli 25.

Tabela 25. Kalkulacja NPV

Okres	Wsp. dyskont.	Nadwyżka finansowa w projekcie			Nadwyżki bieżące		
		A	B	C	A	B	C
1	2	3	4	5	6	7	8
1	0,8928	120 000	145 000	100 000	107 143	129 464	89 286
2	0,7971	125 000	148 000	100 000	99 649	117 985	79 719
3	0,7117	120 000	147 000	100 000	85 414	104 632	71 178

1	2	3	4	5	6	7	8
4	0,6355	148 000	112 000	100 000	94 057	71 178	63 552
5	0,5674	150 000	98 000	100 000	85 114	55 608	56 743
SUMA					471 376	478 867	360 478

Źródło: opracowanie własne.

Posiłkując się przytoczonym wzorem, gdzie NPV to suma zdyskontowanych nadwyżek finansowych zmniejszonych o sumę zdyskontowanych nakładów dla kolejnych wariantów, należy od sumy nadwyżek bieżących odjąć kwotę 380 000 zł stanowiącą wartość nakładu inwestycyjnego. I tak otrzymamy:

Projekt A: $471\,376 - 380\,000 = 91\,376$
 Projekt B: $478\,867 - 380\,000 = 98\,867$
 Projekt C: $360\,478 - 380\,000 = -19\,522$

Zgodnie z obliczeniami do projektów A i B wartości NPV są dodatnie, czyli opierając się na powyższej interpretacji, powinniśmy wybrać jeden z nich – oczywiście ten z wyższą kwotą obliczonego NPV. Nasz wybór powinien paść na projekt B, co zresztą jest spójne z wynikami uzyskanymi podczas określania zdyskontowanego okresu zwrotu.

6.4.3. Wskaźnik zyskowności (rentowności) PI

Wartość zaktualizowana netto określa różnicę pomiędzy sumą nadwyżek finansowych i nakładów inwestycyjnych i o ile, gdy mamy ocenić jeden projekt rozwojowy metoda ta spisie się doskonale, o tyle w przypadku konieczności porównania kilku wariantów charakteryzujących się różnymi nakładami mogą pojawić się trudności w wyborze konkretnej opcji. Mając to na uwadze, można posłużyć się wskaźnikiem zyskowności (rentowności) PI (*profitability index*) obliczanym na podstawie formuły¹¹:

Wskaźnik zyskowności = suma wartości bieżącej wpływów / suma wartości bieżącej nakładów

Interpretując wskaźnik zyskowności, należy pamiętać, że:

- jego wartość poniżej jedności wskazuje na konieczność odrzucenia projektu, gdyż suma bieżąca nakładów przekracza wartość bieżącą wpływów,
- jego wartość równa jeden wskazuje na neutralność projektu, co jednak również w praktyce wiąże się z odrzuceniem projektu,

¹¹ A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2007.

- jego wartość przekraczająca jeden wskazuje na nadwyżkę wpływów nad nakładami, co oznacza możliwość przyjęcia projektu do dalszych analiz.

Odnosząc się do naszego przykładu liczbowego dotyczącego NPV i obliczając wartość wskaźnika dla projektów A i B, otrzymamy następujące wartości:

Projekt A: $471\,376 / 380\,000 = 1,24$

Projekt B: $478\,867 / 380\,000 = 1,26$

Z kalkulacji wynika, że projekty A i B miałyby wskaźniki zyskowności odpowiednio na poziomie 24% i 26%, co w sposób oczywisty sugeruje większą atrakcyjność projektu B.

6.4.4. Wewnętrzna stopa zwrotu IRR

Wewnętrzna stopa zwrotu to taka stopa dyskontowa, której zastosowanie spowoduje, że obecna wartość strumieni wpływów pieniężnych jest równa obecnej wartości strumienia wydatków pieniężnych. Jest to, określając inaczej, taka stopa dyskontowa, dla której wartość zaktualizowana netto analizowanego projektu wynosi zero ($NPV = 0$). Wewnętrzna stopa zwrotu ukazuje w sposób bezpośredni stopę rentowności badanej inwestycji. Oznacza to, że projekt będzie opłacalny, o ile IRR jest wyższa od stopy granicznej, czyli stopy dyskontowej będącej najniższą możliwą do przyjęcia stopą rentowności. Im większa jest różnica między wewnętrzną stopą zwrotu a stopą graniczną lub kosztem kapitału, tym opłacalność i margines bezpieczeństwa przedsięwzięcia jest większy. IRR reprezentuje rzeczywistą stopę rentowności badanego projektu.

Chcąc obliczyć wewnętrzną stopę zwrotu, można posłużyć się formułą¹²:

$$IRR = i_1 + \frac{NPV_1 + (i_2 - i_1)}{NPV_1 + /NPV_2/}$$

gdzie:

i_1 – poziom stopy procentowej, przy którym NPV jest większe od 0,

i_2 – poziom stopy procentowej przy którym NPV jest mniejsze od 0,

NPV_1 – poziom NPV obliczony na podstawie i_1 ,

NPV_2 – poziom NPV obliczony na podstawie i_2 .

Posłużenie się powyższą formułą oznacza konieczność dokonywania pracochłonnych obliczeń wiążących się z ustaleniem takich stóp procentowych,

12 P. Małecki, K. Rosiek, R. Żaba-Nieroda, *Metody oceny projektów gospodarczych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2019.

dla których NPV będzie mieć wartości ujemne i dodatnie, a różnica pomiędzy poziomami stóp nie powinna przekraczać wartości jednego punktu procentowego. W praktyce jednak poziom IRR można obliczyć w sposób prosty, korzystając z narzędzi oferowanych przez arkusze kalkulacyjne.

W tym celu konieczne jest zapisanie w jednym wierszu bądź w jednej kolumnie kolejnych wartości przepływów pieniężnych w wartościach nominalnych, a nie tych zdyskontowanych dla analizowanego projektu (tabela 26), pamiętając, aby nakład inwestycyjny był oznaczony znakiem minus „-”. W dalszym kroku należy odszukać funkcję IRR wśród gamy funkcji finansowych i w odpowiednim polu zaznaczyć obszar, w którym zapisane są wspomniane wartości przepływów finansowych, uwzględniając również i ten dotyczący nakładów ze znakiem ujemnym. Wykorzystując dotychczasowy przykład do obliczenia wartości NPV i posługując się arkuszem kalkulacyjnym, otrzymujemy wynik 22,79%.

Tabela 26. Kalkulacja IRR

IRR	0	1	2	3	4	5
22,79%	-380 000	145 000	148 000	147 000	112 000	98 000

Źródło: opracowanie własne.

Oceniając projekt inwestycyjny przy użyciu metody wewnętrznej stopy zwrotu, należy go uznać za opłacalny, jeżeli wewnętrzna stopa zwrotu przewyższa wymaganą stopę zwrotu inwestora będącą na ogół kosztem kapitału. Mając do wyboru kilka projektów inwestycyjnych, za najlepszy należy uznać ten, gdzie wartość IRR będzie najwyższa.

Do najczęściej wymienianych zalet metody IRR zaliczyć można:

- uwzględnianie zmiennej wartości pieniądza w czasie,
- możliwość porównania stopy zwrotu z kosztem pozyskania przez firmę kapitału.

Z kolei do minusów metody zaliczyć można fakt, że przy analizie niektórych projektów oszacowana IRR może przyjąć więcej niż jedną wartość, co zdarza się w przypadku wystąpienia ujemnych przepływów pieniężnych w końcowych latach eksploatacji inwestycji.

6.5. Ryzyko i jego ocena w projektach inwestycyjnych

Aby realizować kluczowe cele finansowe, przedsiębiorstwo musi prowadzić działalność rozwojową. Jednym z jej elementów są decyzje inwestycyjne, których słuszność przekłada się w prostej linii na pozycję rynkową podmiotu, jego konkurencyjność czy generowane zyski. Osoby zarządzające jednostką zarówno decydują w zakresie podejmowania lub zaniechania realizacji określonych projektów rozwojowych, jak również odnoszą się do wyboru strategicznego kierunku rozwoju firmy. Do prawidłowego podjęcia właściwych wyborów nie wystarczy proste porównanie nakładów z korzyściami – konieczne jest uwzględnienie szeregu innych aspektów wpływających bezpośrednio na realizację i późniejszą eksploatację inwestycji, a zaliczyć do nich możemy m.in. takie aspekty, jak czynnik czasu, uwarunkowania makroekonomiczne, zasoby podmiotu, otoczenie i konkurencję. Oczywiście czynników tych jest znacznie więcej, a ich wpływ w dużej mierze jest uzależniony od specyfiki inwestycji. Każda decyzja inwestycyjna jest, a przynajmniej powinna być oparta na prognozach i ocenie w zakresie ustalenia przyszłych warunków realizacji i eksploatacji projektu. Przyjmowanie określonych założeń w zakresie przychodów i kosztów oraz innych warunków dotyczących inwestycji zawsze jest obarczone mniejszym lub większym ryzykiem.

Proces oceny efektywności projektu powinien obejmować również analizę ryzyka. Wynika to z faktu istnienia szeregu czynników mających wpływ na sukces planowanego przedsięwzięcia. W ramach oceny inwestycji oczekuje się, że zarządzanie ryzykiem będzie mieć charakter przemyślany i celowy.

Podejmowane działania powinny być ukierunkowane na maksymalne ograniczenie ryzyka i zapobieganie jego negatywnym skutkom. Proces ten najczęściej dzieli się na trzy etapy¹³, którymi są:

- identyfikacja i kwantyfikacja ryzyka,
- kontrola ryzyka,
- monitorowanie ryzyka w celu jego maksymalnego ograniczenia.

Literatura przedmiotu wskazuje na mnogość podejść do ryzyka oraz różnorodność jego klasyfikacji. W tabeli 27 przedstawiono wybrane rodzaje klasyfikacji ryzyka wraz z przyjętymi kryteriami. Klasyfikacja uwidacznia mnogość kryteriów, które możemy zastosować do systematyzacji ryzyka, jak również istnienie wielu płaszczyzn w zakresie działalności gospodarczej, na których dane ryzyko może się zmaterializować.

Z punktu widzenia oceny projektu inwestycyjnego istotna jest identyfikacja tych obszarów ryzyka, które w kluczowy sposób mogą decydować o powodzeniu całości przedsięwzięcia. Oczywiście przedstawiona typizacja w sposób szeroki wskazuje

13 J.D. Murphy, *Understanding Risk: The Theory and Practice of Financial Risk Management*, Taylor & Francis Group, London 2008.

płaszczyzny, które powinny być przedmiotem analizy, natomiast kwestia wystąpienia danego ryzyka w ocenianym projekcie zależy oczywiście od jego specyfiki.

Tabela 27. Rodzaje ryzyka

Lp.	Kryteria	Charakterystyka
1	2	3
1	Kryterium ogólne (uniwersalne)	ryzyko właściwe – związane jest z działaniem prawa wielkich liczb i odnosi się do wydarzeń losowych, takich jak pożary, powodzie itp. ryzyko subiektywne – wiąże się z niedoskonałością człowieka, który subiektywnie ocenia prawdopodobieństwo wystąpienia pewnych zjawisk w przyszłości ryzyko obiektywne – absolutna forma niepewności, która jest związana z niemożliwością przewidzenia rozwoju niektórych zjawisk
2	Aspekty ryzyka	ryzyko obiektywne – nie zależy od indywidualnej oceny szans wystąpienia określonego rezultatu, jest określane jako odchylenie wyniku od wielkości oczekiwanej ryzyko subiektywne – wynika z indywidualnej oceny szans wystąpienia określonego rezultatu i niekoniecznie musi pokrywać się z ryzykiem obiektywnym
3	Zmienność ryzyka	ryzyko stałe (niezmienne) – dotyczy całego systemu gospodarczego, w jakim działa przedsiębiorstwo (np. poziom inflacji, stopa podatku dochodowego) ryzyko niestałe (zmienne) – dotyczy danego przedsiębiorstwa (np. strajki, utrata płynności)
4	Możliwość realizacji ryzyka	ryzyko czyste – występuje wówczas, gdy realizacja ryzyka może przynieść dwie możliwości: stratę lub brak straty ryzyko spekulatywne – występuje wtedy, kiedy skutkiem podjęcia ryzyka może być: strata, brak straty lub zysk
5	Możliwość wyrażenia skutków ryzyka w pieniądzu	ryzyko finansowe – jego skutki można wyrazić w pieniądzu ryzyko niefinansowe – jego skutków nie da się wyrazić za pomocą parametrów finansowych
6	Zależność od postępu	ryzyko statyczne – istnieje zawsze, niezależnie od postępu (np. działanie żywiołów) ryzyko dynamiczne – zmienia się pod wpływem mody, nowoczesnych technologii, zmian kulturowych
7	Dystans czasu	ryzyko krótkoterminowe – związane z bieżącym funkcjonowaniem przedsiębiorstwa ryzyko długookresowe – związane z rozwojem przedsiębiorstwa

Tab. 27 (cd.)

1	2	3
8	Kryterium Stadlera	ryzyko rzeczowe – np. awarii procesu technologicznego, transportowe, strat w środowisku naturalnym ryzyko wartościowe – np. cen, walutowe, kredytowe
9	Metoda określania ryzyka	ryzyko probabilistyczne (aprioryczne) – dające się obliczyć metodami matematycznymi ryzyko estymacyjne (statystyczne) – możliwe do ustalenia na podstawie danych statystycznych
10	Decyzje inwestycyjne przedsiębiorstwa	ryzyko projektu – występuje wtedy, gdy istnieje możliwość, że projekt wygeneruje niższe przychody niż zakładano ryzyko firmy – wynika z zależności między przychodami z nowego przedsięwzięcia inwestycyjnego a przychodami z innych aktywów przedsiębiorstwa ryzyko inwestorów – wynika z niebezpieczeństwa negatywnej oceny przez inwestorów podjętego przedsięwzięcia inwestycyjnego
11	Wpływ decydenta na wielkość ryzyka	ryzyko decydenckie – decydent ma wpływ na wielkość ryzyka ryzyko naturalne – decydent nie ma wpływu na jego wielkość
12	Postrzeganie ryzyka przez decydenta	ryzyko normalne – jest to ryzyko, które trzeba podjąć, ponieważ tkwi ono w naturze procesów gospodarczych ryzyko dopuszczalne – to ryzyko, na które można sobie pozwolić ryzyko niedopuszczalne – ryzyko, na które nie można sobie pozwolić ryzyko niezbędne – ryzyko, na którego niepodjęcie nie można sobie pozwolić
13	Wpływ decydenta na podejmowanie decyzji	ryzyko z wyboru – podejmowane drogą świadomego wyboru pomiędzy kilkoma możliwościami działania ryzyko z konieczności – narzucone przez obiektywne warunki, np. naturalne lub wynikające z hierarchiczności organizacyjnej podmiotów
14	Zasadność podjęcia ryzyka	ryzyko uzasadnione z pozytywnym przebiegiem i wynikiem działania ryzyko uzasadnione z negatywnym przebiegiem i wynikiem działania ryzyko nieuzasadnione zakończone sukcesem ryzyko nieuzasadnione zakończone niepowodzeniem ryzyko niepodjęte , którego realizacja mogłaby przynieść pozytywny rezultat
15	Kryterium strategiczne	ryzyko zrównoważone ryzyko agresywne ryzyko minimalne ryzyko maksymalne

1	2	3
16	Stopień zagrożenia	pierwszy stopień ryzyka – najwyższy – osiąga go przedsiębiorstwo, które swoje reakcje uzależnia wyłącznie od pojawiających się szans i zagrożeń drugi stopień ryzyka – występuje wówczas, gdy znane są obszary, w których poszukiwać należy szans i zagrożeń trzeci stopień ryzyka – to sytuacje, kiedy decyzje w przedsiębiorstwie działają na podstawie zidentyfikowanych miejsc występowania szans i zagrożeń czwarty stopień ryzyka – występuje, gdy znane są środki do wykorzystania szans i likwidacji zagrożeń piąty stopień ryzyka – najniższy, występuje, gdy w przedsiębiorstwie rozpoznane są szansę i zagrożenia, sposoby wpływania na nie, a także skutki reakcji na ryzyko
17	Czynniki kształtujące ryzyko	ryzyko systematyczne – zależy od sił zewnętrznych i w związku z tym podlega kontroli jednostki, która jest w jego zasięgu; wynika z działania przyrody oraz z warunków makroekonomicznych, np. ryzyko stopy procentowej, ryzyko walutowe, ryzyko inflacji, ryzyko polityczne ryzyko specyficzne (niesystematyczne) – jest uwarunkowane przyczynami mikroekonomicznymi tkwiącymi wewnątrz jednostki i w jej najbliższym otoczeniu, tj. branży, sektorze, może być przez nią kontrolowane; w ramach tego ryzyka wyróżnić można: ryzyko zarządzania, ryzyko płynności, ryzyko uzależnienia od pojedynczych kontraktów, ryzyko wypłacalności kontrahentów, ryzyko kredytowe
18	Źródła ryzyka	ryzyko zewnętrzne – związane z sytuacją gospodarczą danego kraju (PKB, poziom inflacji, bezrobocie, polityka monetarna i fiskalna państwa) oraz z sytuacją w danym sektorze i segmencie rynku, w którym działa przedsiębiorstwo (poziom konkurencji, stopień innowacyjności, bariery wejścia i wyjścia) ryzyko wewnętrzne – dotyczy sytuacji wewnątrz przedsiębiorstwa (finanse, controlling, produkcja, logistyka, marketing itp.)
19	Źródło powstawania ryzyka	ryzyko przyrodnicze – tkwi w naturze, otoczeniu przyrodniczym ryzyko społeczne – zależy od działalności człowieka
20	Źródło pochodzenia ryzyka	ryzyko strategiczne – związane ze strategią działania przedsiębiorstwa ryzyko operacyjne – związane z posiadanymi przez przedsiębiorstwo zasobami i ich wzajemnym oddziaływaniem ryzyko finansowe – związane z aktywami nierzecзовymi oraz pasywami przedsiębiorstwa, ryzyko przyrodnicze i społeczne – związane z zagrożeniem wynikającym ze zdarzeń losowych istotnych dla aktywów rzeczowych oraz zasobów ludzkich

Tab. 27 (cd.)

1	2	3
21	Źródła ryzyka występujące w terminologii ubezpieczeniowej	ryzyko jako skutek niebezpieczeństwa – niebezpieczeństwo ma charakter obiektywny i występuje w zależności od przedmiotu ryzyka i jego cech (np. awaryjność maszyny, a zatem niebezpieczeństwo awarii) ryzyko jako skutek hazardu – występuje w sytuacji, gdy zestawienie pewnych warunków w sposób istotny zwiększa możliwość wystąpienia realizacji ryzyka i jest zdeterminowane przez czynniki fizyczne, nonszalancję i oszustwa
22	Zasięg skutków ryzyka	ryzyko fundamentalne – ma swoje źródło w zjawiskach przyrodniczych, społecznych, w polityce, ekonomii; jego skutki dotyczą wielu jednostek (np. powodzie, wojny, ogólnokrajowe strajki, inflacja) ryzyko partykularne – obciąża swoimi skutkami wyłącznie indywidualne jednostki lub ich niewielką grupę (np. napady, włamania, podpalenia)
23	Możliwość identyfikacji skutków ryzyka	ryzyko jakościowe – występuje wówczas, gdy nieznana jest struktura (jakość) zagrożenia ryzyko ilościowe – występuje wówczas, gdy znana jest struktura zagrożenia, ale nieznane jest prawdopodobieństwo jego wystąpienia
24	Kryterium niepewności	ryzyko niepewności czasu ryzyko niepewności miejsca ryzyko niepewności wystąpienia ryzyko niepewności skutku
25	Ze względu na obiekt dotknięty ryzykiem	ryzyko osobowe – dotyczy dóbr osobistych ubezpieczonego, takich jak: życie, zdrowie ryzyko majątkowe – związane jest z mieniem ubezpieczonego (dom, samochód itp.)
26	Miejsce prowadzenia działalności	ryzyko krajowe ryzyko zagraniczne
27	Kryterium przedmiotowe	ryzyko działalności gospodarczej – obejmuje między innymi następujące obszary: ubezpieczenia, inwestycje, bankowość, prawo handlowe i gospodarcze, przedsiębiorstwo ryzyko pozostałej działalności – obejmuje inne formy działania człowieka takie jak: administracja, służba zdrowia, szkoła, działalność charytatywna
28	Ryzyko w działalności gospodarczej	ryzyko polityczne – dotyczy władzy, grup społecznych i stosunków międzynarodowych ryzyko techniczne – wiąże się z możliwością wystąpienia awarii maszyn i urządzeń, które powodują przestoje i braki produkcyjne ryzyko ekonomiczne – zależy od takich czynników jak: koniunktura gospodarcza, stopy procentowe, kursy walutowe, ceny czynników produkcji itp.

1	2	3
29	Kryterium funkcjonalne	ryzyko produkcyjne ryzyko zbytu (rynkowe) ryzyko finansowe ryzyko inwestycyjne ryzyko postępu technicznego (innowacji) ryzyko kapitałowe ryzyko walutowe
30	Rodzaj prowadzonej działalności	ryzyko w działalności wytwórczej ryzyko w działalności budowlanej ryzyko w działalności handlowej ryzyko w działalności usługowej
31	Sfera działalności gospodarczej	ryzyko produkcyjne – występujące w działalności produkcyjnej ryzyko handlowe – występujące w działalności handlowej ryzyko finansowe – występujące w działalności finansowo-bankowej
32	Rodzaje ryzyka w działalności gospodarczej	ryzyko operacyjne – związane z bieżącą działalnością przedsiębiorstwa ryzyko inwestycyjne – dotyczy działań inwestycyjnych przedsiębiorstwa ryzyko płynności finansowej – związane z koniecznością terminowego regulowania zobowiązań bieżących przez przedsiębiorstwo ryzyko kursowe – dotyczy operacji przeprowadzanych w walutach obcych ryzyko stopy procentowej – związane jest z posiadaniem oprocentowanych aktywów i zobowiązań ryzyko kredytowe – wiąże się z możliwością nieodzyskania należności kredytowych ryzyko finansowe – związane ze strukturą finansowania działalności gospodarczej
33	Kryterium transdyscyplinarne	ryzyko ubezpieczeniowe – związane z prowadzeniem działalności ubezpieczeniowej ryzyko ekonomiczne – związane z prowadzeniem działalności gospodarczej ryzyko finansowe – związane z działalnością finansową przedsiębiorstwa ryzyko produkcyjne – wiąże się z działalnością produkcyjną przedsiębiorstwa ryzyko prawne – związane z tworzeniem, stosowaniem i egzekwowaniem przepisów prawa ryzyko organizacyjne – dotyczące wielu obszarów działania przedsiębiorstwa, takich jak np. pracownicy, zagadnienia techniczne, organizacja i kontrola ryzyko polityczne – związane z decyzjami politycznymi i administracyjnym, określonego kraju ryzyko techniczne – związane z niepowodzeniami wynikającymi z zawodności urządzeń technicznych ryzyko technologiczne – wiąże się z wdrażaniem nowych technologii

Tab. 27 (cd.)

1	2	3
33	Kryterium transdyscyplinarne	ryzyko ekologiczne – dotyczące możliwości wystąpienia negatywnych zjawisk przyrodniczych spowodowanych działalnością człowieka i siłami natury ryzyko medyczne i epidemiologiczne – związane z zagrożeniem pewnymi chorobami ryzyko farmaceutyczne: – z punktu widzenia człowieka oznacza nieskuteczność środków farmaceutycznych – z punktu widzenia koncernów farmaceutycznych związane jest z prowadzeniem przez nie działalności ryzyko chemiczne – oznacza narażenie na substancje zanieczyszczające środowisko życia i pracy ryzyko psychologiczne – w rozumieniu psychologii, która bada zachowania człowieka w warunkach ryzyka oraz gotowość do podejmowania ryzyka ryzyko socjologiczne – analizowane przez socjologów i dotyczące poczucia bezpieczeństwa w społeczeństwie ryzyko medialne – ryzyko związane z wpływem środków przekazu na różne aspekty działalności człowieka ryzyko cywilizacyjne i kulturowe – charakterystyczne dla określonej cywilizacji/kultury ryzyko filozoficzne, etyczne, religijne – ryzyko w rozumieniu poglądów filozoficznych, etycznych i religijnych ryzyko siły wyższej – związane z działaniem sił natury

Źródło: A. Judkowiak, B. Zaleska, *Wybrane zagadnienia dotyczące ryzyka w audycie wewnętrznym*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2009, nr 16.

Wśród aspektów natury organizacyjnej, od których w znacznym zakresie zależy efektywność projektu inwestycyjnego można wyróżnić:

- cechy samego projektu – ryzyko jest wysokie w przypadku przedsięwzięć złożonych, unikatowych lub innowacyjnych,
- personel zarządzający projektem – ryzyko wzrasta, gdy kadra zarządzająca nie ma stosownych kwalifikacji i umiejętności,
- podmiot podejmujący projekt – ryzyko wiąże się ze zbyt małym poparciem dla inwestycji ze strony kierownictwa jednostki,
- dostępność środków – ryzyko jest związane z możliwością pozyskania zasobów niezbędnych do realizacji inwestycji,
- otoczenie projektu – na inwestycję wpływa szereg zagrożeń tkwiących w otoczeniu podmiotu, a ich charakter może wynikać z konkurencji, czynników ekonomicznych, uwarunkowań politycznych, prawnych, technologicznych, przyrodniczych i społecznych¹⁴.

¹⁴ K. Marcinek, *Ryzyko projektów inwestycyjnych*, Wydawnictwo AE im. Karola Adamieckiego, Katowice 2000.

Ponieważ projekty inwestycyjne charakteryzują się na ogół dużą złożonością, ich zakres rzeczowy i finansowy może być odmienny, co z kolei powoduje istnienie w poszczególnych ich obszarach różnorodnych kategorii ryzyka, dlatego wyróżnia się kilka sposobów analizy tegoż ryzyka, a są nimi w szczególności:

- **analiza wrażliwości**, niekiedy w literaturze angielskiej określana jako *what if analysis*, gdyż wykorzystanie tej właśnie metody sprowadza się do udzielenia odpowiedzi na pytanie, w jaki sposób zmieni się atrakcyjność ekonomiczna projektu, jeżeli zmieni się wartość któregoś parametru wejściowego. Dzięki analizie wrażliwości można ustalić siłę wpływu zmiennych na ostateczne szacunki konkretnej miary oceny inwestycji. Co więcej, metoda ta pozwoli ustalić graniczną wartość parametrów wejściowych, po przekroczeniu których projekt przestaje być opłacalny¹⁵;
- **analiza scenariuszy**, stanowi także popularną metodę analizy ryzyka. Polega ona na zdefiniowaniu możliwych pozytywnych oraz negatywnych odchyłeń od zmiennych branych pod uwagę w rachunku opłacalności projektu rozwojowego, które stanowią tzw. wariant bazowy kalkulacji. Analiza scenariuszy korzysta z danych pozyskanych w analizie wrażliwości, na podstawie których sporządza się możliwe scenariusze rozwoju sytuacji w zakresie kształtowania się zmiennych i miar oceny inwestycji;
- **metody probabilistyczno-statystyczne**, polegają na szacowaniu oczekiwanej wartości korzyści wybranego projektu rozwojowego i prawdopodobieństwa wystąpienia tej właśnie wartości. Metody te oparte są na założeniu, że różnorodnym wynikiom szacowania korzyści można przyporządkować różnorodne prawdopodobieństwa ich zaistnienia w określonym horyzoncie czasu¹⁶;
- **drzewa decyzyjne** – techniki określania efektywności przedsięwzięcia rozwojowego, zwłaszcza takiego, które jest złożone z wielu faz realizacyjnych, gdzie niepewność rozwiązywana jest w danych punktach czasu. Drzewa decyzyjne ujmują w postaci graficznej dostępne decyzje, które mogą być podjęte w poszczególnych momentach realizacji oraz eksploatacji przedsięwzięcia. Dla poszczególnych wariantów zaplanowanych na drzewie decyzyjnym kalkuluje się wartość korzyści, mnożąc zysk w danym wariantcie przez prawdopodobieństwo ich zaistnienia. Korzyścią z zastosowania drzewa decyzyjnego jest uporządkowanie i graficzna prezentacja złożonych projektów rozwojowych oraz przypisanie wagi określonym decyzjom podjętym w czasie trwania całego cyklu życia inwestycji¹⁷.

15 R. Ziarkowski, *Opcje rzeczowe oraz ich zastosowanie w formułowaniu i ocenie projektów inwestycyjnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2004, s. 30.

16 B. Woźniak-Sobczak, *Aktywne i pasywne inwestycje przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2001, s. 115.

17 R. Ziarkowski, *Opcje rzeczowe oraz ich zastosowanie...*, s. 32.

Zakończenie

Niezmienne jednym z ważniejszych narzędzi podejmowania decyzji zarządczych zarówno o charakterze długookresowym, jak i krótkookresowym jest analiza ekonomiczna, w tym analiza finansowa przedsiębiorstwa. Różne grupy interesariuszy przedsiębiorstwa domagają się ciągłego dostępu do możliwie najbardziej aktualnych informacji na temat jego bieżącej i przyszłej sytuacji finansowej przede wszystkim w tym celu, by minimalizować ryzyka związane z prowadzoną działalnością gospodarczą i podejmować jak najtrafniejsze decyzje – czy to operacyjne, czy finansowe, czy inwestycyjne (strategiczne). Istotą analizy finansowej jest poznanie i ocena zarówno przeszłych, przyszłych (przy założeniu prawdopodobieństwa wystąpienia zdarzeń niezależnych od przedsiębiorstwa), jak i obecnych stanów/procesów ekonomicznych określających funkcjonowanie przedsiębiorstwa przy pomocy zastosowanej metodologii. Możliwość zbadania tychże stanów czy procesów, jak i identyfikacji związków przyczynowo-skutkowych między danymi kategoriami ekonomicznymi w trzech wymiarach (*ex post*, *status quo*, *ex ante*) czyni w dalszym ciągu z analizy finansowej bardzo użyteczne narzędzie zarządzania firmą.

Warto dodać, iż decyzje podejmowane przez przedsiębiorstwa są determinowane dostępnością źródeł finansowania (zarówno w krótszej, jak i dłuższej perspektywie czasu). I o ile w krótkim czasie celem nadrzędnym dla menedżera czy właściciela będzie zapewnienie płynności finansowej, o tyle w długim okresie na pierwszy plan wysunie się realizacja tylko tych przedsięwzięć, które pozwolą mu na zwiększenia stanu posiadania firmy. Zatem będzie on dążył do generowania tylko takich strumieni dochodów, które uczynią realnym maksymalizację wartości firmy. Wobec powyższego rzeczywistym wsparciem dla menedżera czy właściciela są tu wiedza i umiejętność wykorzystania dostępnych własnych, jak i obcych form finansowania działalności gospodarczej.

Pomiar i ocena rezultatów prowadzonej działalności gospodarczej, zwłaszcza w obszarze gospodarki finansowej, stanowią obecnie podstawę sprawnego i skutecznego funkcjonowania każdej organizacji, nie tylko zarobkującej. Bieżące monitorowanie wyników opracowanej i realizowanej strategii umożliwia przedsiębiorstwu dalsze planowanie i podejmowanie decyzji, sygnalizuje pojawiające się problemy oraz potwierdza osiągnięte sukcesy, pobudza do działania i zmian, tak aby zapewnić efektywniejszą alokację zasobów. Obecnie dla wielu menedżerów

wyzwaniem stają się: wybór miar dokonań przedsiębiorstwa, ustalenie kryteriów ich oceny, identyfikacja czynników wpływających na ich poziom, zakres pomiaru czy też częstotliwość badań. Okazuje się, że decydenci, badając trzy główne domeny zarządzania finansami przedsiębiorstwa, tj. rentowność, płynność finansową i poziom zadłużenia, nadal wykorzystują tradycyjne sposoby pomiaru – zmieniają się natomiast w czasie kryteria oceny rezultatów przedsiębiorstw i znaczenie każdego z nich. Mimo że obecnie podkreśla się potrzebę holistycznego i kompleksowego podejścia do pomiaru rezultatów działalności organizacji, to jednak do celów decyzyjnych konieczne jest przeprowadzenie w pierwszej kolejności badań wstępnych, ogólnych, których wyniki będą podstawą do późniejszych, bardziej szczegółowych, pogłębionych analiz. Stanowią one wstęp do oceny efektywności działalności finansowej jednostki gospodarującej i wpisują się w koncepcję tzw. trójkąta celów, która obejmuje rentowność, płynność finansową i poziom zadłużenia. Osiągnięcie tychże celów decyduje nie tylko o obecnym bezpieczeństwie finansowym przedsiębiorstwa, lecz także o możliwościach kształtowania się jego potencjału finansowego w przyszłości.

Reasumując, teoretyczno-empiryczno-aplikacyjny charakter monografii odzwierciedla kompozycja jej zawartości, która uwidacznia się zarówno w strukturze, jak i w prezentowanych treściach. W jednej zwartej publikacji znajdują się bowiem zarówno podstawy teorii finansów, w tym: wyjaśnienie najważniejszych pojęć, systematyka źródeł finansowania przedsiębiorstw i kryteria ich wyboru. Całość wzbogacona jest o charakterystykę najbardziej znanych i najczęściej wykorzystywanych form finansowania współczesnych przedsiębiorstw, popartą licznymi przykładami empirycznymi, jak i metodami pomiaru, oceny ich dokonań (analiza *ex post*) oraz zamierzeń inwestycyjnych (analiza *ex ante*). Naszym zdaniem uwzględnienie w jednej pozycji literaturowej najważniejszych problemów teorii, analizy i oceny, a także empirii finansów przedsiębiorstw, ze szczególnym uwzględnieniem aspektu ich finansowania, stanowi największy jej walor.

Bibliografia

- Abdulsaleh A.M., Worthington A., *Small and medium-sized enterprises financing: A review of Literature*, „International Journal of Business and Management” 2013, vol. 8, nr 14, s. 36–54.
- Al-Kaber M., *Emisja obligacji jako instrument pozyskania kapitału przedsiębiorstwa*, „Equilibrium. Zeszyty Naukowe WSE” 2018, vol. 1, nr 2.
- Alkaraan F., Northcott D., *Strategic capital investment decision-making: A role for emergent analysis tools?: A study of practice in large UK manufacturing companies*, „The British Accounting Review” 2006, vol. 38, nr 2, s. 149–173.
- Altman E., Hotchkiss E., *Trudności finansowe a upadłość firm*, CeDeWu, Warszawa 2007.
- Annand D., Dauderis H., adapted by T. Jensen, *Introduction to Financial Accounting*, Lyryx Learning, 2021-A.
- Azarenkova G., Golovko O., Abrosimova K. (2018), *Management of enterprise's financial sustainability and improvement of its methods*, „Accounting and Financial Control” 2018, vol. 2, nr 1, https://www.businessperspectives.org/images/pdf/applications/publishing/templates/article/assets/10307/AFC_2018_01_Azarenkova.pdf (dostęp: 28.01.2022).
- Bandura J., *Crowdfunding i jego historia*, <https://crowdzone.pl/historia-crowdfunding/> (dostęp: 18.03.2022).
- Bartkowiak B., Flejterski S., Pluskota P., *Fundusze i usługi pożyczkowe dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2006.
- Bednarski L., Borowiecki R., Duraj J., Kurtys E., Waśniewski T., Wersty B., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2001.
- Benninga S.Z., Sarig O.H., *Finanse przedsiębiorstwa: metody wyceny*, WIG-Press, Warszawa 2000.
- Bieliński J. (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, CeDeWu, Warszawa 2004.
- Biń W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2011.
- Blawat F., *Podstawy analizy ekonomicznej, Teorie, przykłady, zadania*, wyd. III, CeDeWu, Warszawa 2021.
- Błoch H., *Decyzje finansowe*, CIM, Warszawa 1993.

- Bolek M., *Wpływ płynności na efektywność działania przedsiębiorstw notowanych na New Connect*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2016, vol. 82, nr 4, cz. 2, s. 13–30.
- Brealey R.A., Myers S.C., *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, t. I, tłum. J. Katolik, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
- Brown N.C., Wei K.D., Wermers R., *Analyst recommendations, mutual fund herding, and overreaction in stock prices*, „Management Science” 2014, vol. 60.
- Brunello A., *Crowdfunding. Podręcznik. Jak realizować swe pomysły za pomocą nowych narzędzi finansowania online*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2015.
- Bruton G., Khavul S., Siegel D., Wright M., *New financial alternatives in seeding entrepreneurship: Microfinance, crowdfunding, and peer-to-peer innovations*, „Entrepreneurship Theory and Practice” 2015, vol. 38, nr 15. <https://doi-org-10041da601133.han3.lib.uni.lodz.pl/10.1111/etap.12143>
- Brzuska E., Kukulak-Dolata I., Nyk M. (red.), *Ekonomia społeczna. Teoria i praktyka przedsiębiorczości społecznej*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2017.
- Bull I., *Financial performance of leveraged buyouts: An empirical analysis*, „Journal of Business Venturing” 1989, vol. 4, nr 4, s. 263–279.
- Burzykowska M., Duraj J., *Controllingowy wymiar oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009.
- Buszko M., Jaworek M., *Metody wyceny przedsiębiorstw – aspekty teoretyczne i praktyczne*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2016.
- Cainelli G., Giannini V., Iacobucci D., *Small firms and bank financing in bad times*, „Small Business Economics” 2020, vol. 55, nr 20, s. 943–953. <https://doi-org-10041da601133.han3.lib.uni.lodz.pl/10.1007/s11187-019-00164-7>
- Cassar G., *The financing of business start-up*, „Journal of Business Venturing” 2004, vol. 19, nr 4, s. 261–283. [https://doi-org-10041da601133.han3.lib.uni.lodz.pl/10.1016/S0883-9026\(03\)00029-6](https://doi-org-10041da601133.han3.lib.uni.lodz.pl/10.1016/S0883-9026(03)00029-6)
- Comarch, *Informacja na temat stanu stosowania przez spółkę zasad zawartych w Zbiorze Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2021*, https://www.comarch.pl/files-pl/file_780/Informacja_o_stanie_stosowania_Dobre_Praktyki_Spolek_Notowanych_na_GPW_2021_EBI_4.pdf (dostęp: 02.12.2021).
- Comarch, *O firmie*, <https://www.comarch.pl/o-firmie/profil/> (dostęp: 02.12.2021).
- Comarch, *Protokół. Tekst jednolity Statutu Comarch SA z siedzibą w Krakowie, stan na dzień 24 czerwca 2020 roku*, s. 3–4, https://www.comarch.pl/files-pl/file_777/STATUT_2020_06_24.pdf (dostęp: 02.12.2021).
- Comarch, *Raport roczny 2020*, https://www.comarch.pl/files-pl/file_756/Raport_Roczny_2020_PL_v9.pdf (dostęp: 02.12.2021).
- Comarch, *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy Kapitałowej Comarch za okres 01.01.2020–31.12.2020*, Kraków 2021, https://www.comarch.pl/files-pl/file_718/SRR_2020_Skonsolidowane_sprawozdanie_finansowe.pdf (dostęp: 02.12.2021).
- Comarch, *Skonsolidowany raport roczny RS 2018*, https://www.comarch.pl/files-pl/file_420/RS-2018.pdf (dostęp: 02.12.2021).

- Comarch, *Struktura akcjonariatu*, <http://www.comarch.pl/relacje-inwestorskie/struktura-akcjonariatu/> (dostęp: 02.12.2021).
- Cremers M., Petajisto A., *How active is your fund manager? A new measure that predicts performance*, „Review of Financial Studies” 2009, vol. 22.
- Czajkowska A., *Bariery kredytowania małych przedsiębiorstw*, „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica” 2007, vol. 203: *Przedsiębiorstwa a rozwój gospodarki*, s. 69–87.
- Czajkowska A., *Cash pooling jako instrument zarządzania środkami pieniężnymi grupy kapitałowej oraz usługi bankowa*, „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica” 2014, t. 1, nr 299, s. 177–188.
- Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Dębski W., *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- Dudycz T., *Analiza finansowa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 1999.
- Dudycz T., Osbert-Pociecha G., Brycz B., *Efektywność – konceptualizacja i uwarunkowania*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2012.
- Duliniec A., *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, PWE, Warszawa 2007.
- Dyrekcja Generalna ds. Rynku Wewnętrznego, Przemysłu, Przedsiębiorczości i MŚP (Komisja Europejska), *Zrozumieć finansowanie społecznościowe. Przewodnik dla małych i średnich przedsiębiorstw*, opublikowano: 06.04.2017, s. 1–36, <https://op.europa.eu/o/opportal-service/download-handler?identifier=d5e-626ba-d7c8-11e6-ad7c-01aa75ed71a1&format=pdf&language=pl&productionSystem=cellar&part=> (dostęp: 18.03.2022).
- Dyrekcja Generalna ds. Stabilności Finansowej, Usług Finansowych i Unii Rynków Kapitałowych, *Commission Staff Working Document. Crowdfunding in the UE Capital Markets Union*, Brussels, 03.05.2016, SWD(2016)154, s. 1–51, [https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/api/files/SWD\(2016\)154_0/de00000000292778?rendition=false](https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/api/files/SWD(2016)154_0/de00000000292778?rendition=false) (dostęp: 18.03.2022).
- Engel D., Keilbach M., *Firm-level implication of early stage venture capital investment: An Empirical Investigation*, „Journal of Empirical Finance” 2007, vol. 14, s. 150–167.
- Fadil N., St-Pierre J., *Growing SMEs and internal financing: The role of business practices*, „Journal of Small Business and Enterprise Development” 2021, vol. 28, nr 7. <https://doi-10rg-10041da601133.han3.lib.uni.lodz.pl/10.1108/JSBED-11-2019-0375>
- Fila J., Witczak R., *Podatkowe aspekty franchisingu jako formy finansowania przedsiębiorstw w globalizującej się gospodarce*, „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica” 2011, nr 260, s. 300–301.
- Financial Management & International Finance*, Final, Group-III, Paper-12, Study Notes, The Institute of Cost and Works Accountants of India, 2010, s. 61–65.

- Gabrusewicz W., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie*, PWE, Warszawa 2014.
- Gałuszka P., Bystrov V., *Development of crowdfunding in Poland from the perspectives of law and economics*, „Polish Yearbook of Law and Economics” 2012, vol. 3, s. 145–166, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2088169> (dostęp: 18.03.2022).
- Gartner W.B., Frid C.J., Alexander J.C., *Financing the emerging firm*, „Small Business Economics” 2012, vol. 39, nr 3, s. 745–761. <https://doi-org-10041da601133.han3.lib.uni.lodz.pl/10.1007/s11187-011-9359-y>
- Gill A., Biger N., Mathur N., *The relationship between working capital management and profitability: Evidence from The United States*, „Business and Economics Journal” 2010, nr BEJ-10.
- Gordon R.H., *Taxation and corporate use of debt: Implications for tax policy*, „National Tax Journal” 2010, vol. 63, nr 1.
- Graham J.R., *How big are the tax benefits of debt?*, „The Journal of Finance” 2000, vol. 55, nr 5.
- Grzegorzczak W., *Finansowe aspekty marketingu*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1997.
- Grzywacz J. (red.), *Źródła finansowania działalności rozwojowej przedsiębiorstw w Polsce*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2016.
- Hamrol M. (red.), *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Ujęcie sytuacyjne*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2005.
- Hanisiz R. (red.), *Niekonwencjonalne źródła i formy finansowania przedsiębiorstw*, Wyższa Szkoła Biznesu w Dąbrowie Górniczej, Dąbrowa Górnicza 2006.
- Hart O., Zingales L., *Companies should maximize shareholder welfare not market value*, „Journal of Law, Finance, and Accounting” 2017, vol. 2, nr 2, s. 247–274.
- Hill R.A., *Company Valuation and Takeover*, cz. II, Ventus Publishing ApS, London 2012.
- Huang J., Sialm C., Zhang H., *Risk-shifting and mutual fund performance*, „Review of Financial Studies” 2011, vol. 24, s. 2575–2616.
- Ickiewicz J., *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2001.
- Ickiewicz J., *Strategia finansowa przedsiębiorstwa*, Poltext, Warszawa 1993.
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012.
- Janasz W., *Innowacje w rozwoju przedsiębiorczości w procesie transformacji*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2000.
- Janus A., *Idea crowdfundingu i kierunki jego rozwoju*, „Zeszyty Naukowe Instytutu Polskiej Gospodarki Technologii i Społeczeństwa im. prof. Edwarda Taylora. Przedsiębiorczość i prawo” 2017, nr 1, s. 107–120.
- Jensen M.C., *Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers*, „American Economic Review” 1989, nr 76, s. 323–536.

- Jerzemowska M. (red.), *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2006.
- Judkowiak A., Zaleska B., *Wybrane zagadnienia dotyczące ryzyka w audycie wewnętrznym*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2009, nr 16, s. 107–120.
- Kałowski A., Wysocki J. (red.), *Przygotowanie i ocena projektów inwestycyjnych*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2013.
- Kaplan R., Mikes A., *Managing Risks: A New Framework*, „Harvard Business Review” 2012, June.
- Karpuś P. (red.), *Finanse przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2006.
- Każmierczak D., *Dłużny kapitał hybrydowy w finansowaniu przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016.
- Kidyba A., *Prawo handlowe*, Warszawa 2008.
- Kobus-Ostrowska D., *Determinanty konkurencyjności MSP w gospodarce rynkowej*, „Gospodarka Współczesna. Roczniki Naukowe UJK” 2014, vol. 1, nr 14, s. 187–199.
- Kobyłka A., *Polski equity crowdfunding z pierwszymi sukcesami*, Forbes, data publikacji: 19.08.2014, <https://www.forbes.pl/pierwszy-milion/polski-equity-crowdfunding-z-pierwszymi-sukcesami/05tby85> (dostęp: 18.03.2022).
- Kochalski C. (red.), *Zielony controlling i finanse. Podstawy teoretyczne*, C.H. Beck, Warszawa 2019.
- Kołosowska B., *Finansowanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw poprzez rynek kapitałowy w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2013.
- Kowalak R., *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa w badaniu zagrożenia upadłością*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 2008.
- Koziół-Nadolna K., *Crowdfunding jako źródło finansowania innowacyjnych projektów*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2015, nr 73, s. 671–683.
- Kreczmańska-Gigol K., *Faktoring jako jeden z instrumentów zarządzania należnościami i zobowiązaniami handlowymi a struktura kapitału*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2013.
- Król K., *Crowdfunding FAQ*, <http://crowdfunding.pl/crowdfunding-faq/> (dostęp: 18.03.2022).
- Król K., *Crowdfunding. Od pomysłu do biznesu, dzięki społeczności*, wyd. I limitowane, Crowdfunding.pl, Warszawa 2013.
- Krzemińska D., *Finanse przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 2005.
- Kufel M., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Park, Bielsko-Biała 2012.
- Kuryłek Z. (red.), *Wykup lewarowany. Sposób akwizycji firm*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2017.
- Leland H., Pyle D., *Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation*, „Journal of Finance” 1977, vol. 32, nr 2, s. 371–387.

- Łuczka T., *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Machała R., *Praktyczne zarządzanie finansami firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- Machała R., *Zarządzanie finansami i wycena firmy*, Oficyna Wydawnicza UNI-MEX, Wrocław 2008.
- Mackevičius J., Sneidere R., *Insolvency of an enterprise and methods of financial analysis for predicting it*, „*Ekonomika*” 2010, vol. 89, nr 1.
- Małecki P., Rosiek K., Żaba-Nieroda R., *Metody oceny projektów gospodarczych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2019.
- Marcinek K., *Ryzyko projektów inwestycyjnych*, Wydawnictwo AE im. Karola Adamieckiego, Katowice 2000.
- Marcinowska-Boulangé L., Pietkiewicz M., Prokurat J., Rutkowski R., Wojdyło K., *Report: crowdfunding*, Kancelaria Wardyński i Wspólnicy, Warszawa 2014, s. 9, <https://wardynski.com.pl/publikacje/opracowania/raport-crowdfunding> (dostęp: 18.03.2022).
- Mazurek J., *Obligacje korporacyjne na Catalyst. Przewodnik dla potencjalnych emitentów*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2013, s. 3, www.gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy_do-pobrania/Catalyst_broszura-korporacyjne.pdf (dostęp: 12.06.2020).
- Michalski G., *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- Michalski G., *Strategiczne zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, CeDeWu, Warszawa 2010.
- Michalski G., *Wprowadzenie do zarządzania finansami przedsiębiorstw*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Mikic M., Novoselec T., Primorac D., *Influence of financing source on the small business performance*, „*International Journal of Economic Perspectives*” 2016, vol. 10, nr 2.
- Mollick E., *The dynamics of crowdfunding: An exploratory study*, „*Journal of Business Venturing*” 2014, vol. 29, nr 1, s. 1–16. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.06.005>
- Mukhlynina L., Nyborg K.G., *The Choice of Valuation Techniques in Practice: Education versus Profession*, „*Swiss Finance Institute Research Paper Series*” 2016, nr 36.
- Murphy J.D., *Understanding Risk: The Theory and Practice of Financial Risk Management*, Taylor & Francis Group, London 2008.
- Nahotko S., *Analiza i decyzje finansowe w przedsiębiorstwie*, Oficyna Wydawnicza Ośrodka Postępu Organizacyjnego, Bydgoszcz 1998.
- Nahotko T., *Współczesne metody wyceny przedsiębiorstw*, TNOiK, Bydgoszcz 2018.
- Nita B., *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
- Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie komunikatu Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu

- Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów „Uwolnienie potencjału finansowania społecznościowego w Unii Europejskiej” COM(2014)172, Dziennik Urzędowy UE, C 451/69, Bruksela, 16.12.2014, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A52014AE4004> (dostęp: 18.03.2022).
- Osbert-Pociecha, G. *Relacja między efektywnością i elastycznością organizacji*, [w:] T. Dudycz, Ł. Tomaszewicz (red.), *Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2007.
- Ostaszewski J. (red.), *Finanse*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2010.
- Ostaszewski J., Cicirko T., Kreczmańska-Gigol K., Russel P., *Finanse spółki akcyjnej*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2009.
- Panfil M. (red.), *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2011.
- Paździor A., *Wycena wartości przedsiębiorstwa w warunkach destabilizacji rynków finansowych*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2013.
- Penc J., *Leksykon biznesu*, Agencja Wydawnicza „Placet”, Warszawa 2007.
- Piasecki B. (red.), *Ekonomika i zarządzanie małą firmą*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Łódź 2001.
- Pieloch A., *Motywy i efekty wykupu akcji własnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012.
- Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B., *System finansowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Pluta W., *Finanse małych i średnich przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2004.
- Podstawka M. (red.), *Finanse. Instytucje, instrumenty, podmioty, rynki, regulacje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2017, s. 37.
- Pokorska B., *Leksykon franczyzy*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2002.
- Regiec A., Król K., *Crowdfunding na papierze. Finansowanie społecznościowe, czyli opowieść o crowdfundingu*, <https://www.beesfund.com/projekty/pokaz/71,crowdfunding-na-papierze> (dostęp: 18.03.2022).
- Robison L.J., Hanson S.D., Roy Black J., *Financial Management for Small Businesses, Financial Statements & Present Value Models*, 2021, East Lansing MI, <https://openbooks.lib.msu.edu/financialmanagement/front-matter/> (dostęp: 05.01.2022).
- Ross S., Westerfield R., Jordan B., *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999.
- Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 29 marca 2018 roku w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim, Dz. U. z 2018 r., poz. 757, tekst jednolity.
- Rutkowski A., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2007.
- Sajnog A., *Kształtowanie poziomu i struktury kapitału własnego giełdowych spółek przemysłowych*, „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica” 2012, vol. 272, s. 77–101.

- Sajnóg A., *Podwyższanie kapitału zakładowego w polskich i niemieckich spółkach akcyjnych*, „Przegląd Organizacji” 2013, nr 5, nr 13, s. 32–38.
- Sasin W., *Analiza płynności finansowej firmy*, Agencja Wydawnicza Interfart, Łódź 2002.
- Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- Sierpińska M., Wędzki D., *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.
- Skoczylas W., *Wskaźniki i systemy wskaźników ekonomicznych w pomiarze dokonanych przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2013.
- Skrzypek E., *Efektywność ekonomiczna jako ważny czynnik sukcesu organizacji*, [w:] T. Dudycz, G. Osbert-Pociecha, B. Brycz, *Efektywność – konceptualizacja i uwarunkowania*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2012, s. 313–324.
- Skowronek-Mielczarek A., *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*, C.H. Beck, Warszawa 2007.
- Skowronek-Mielczarek A., *Źródła zewnętrznego finansowania małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, „Monografie i Opracowania” 2002, SGH, nr 499.
- Skowronek-Mielczarek A., Leszczyński Z., *Analiza działalności i rozwoju przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2008.
- Szymczak M. (red.), *Słownik języka polskiego*, t. III, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1981.
- Starzyńska W., *Podstawy statystyki. Podręcznik*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2006.
- Sudoł S., *Przedsiębiorstwo. Podstawy nauki o przedsiębiorstwie. Teorie i praktyka zarządzania*, Wydawnictwo „Dom Organizatora”, Toruń 2002.
- Soosaimuthu J.A., *Industry Best Practices and Business Recommendations*, [w:] SAP Enterprise Portfolio and Project Management, Apress, Berkeley, CA 2022.
- Survey on The Access to Finance of Small and Medium-sized Enterprises (SAFE)*, European Commission 2012.
- Szablewski A., Tuzimek R. (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2007.
- Szczepankowski P., *Nowoczesne instrumenty zarządzania aktywami*, Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania, Warszawa 1998.
- Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Szlęzak-Matusiewicz J., Felis P. (red.), *Finansowanie przedsiębiorstwa. Ujęcie teoretyczne i praktyczne*, Oficyna Wolters Kluwer Business, Warszawa 2014.
- Szyska A., *Wykup kredytowany spółki (LBO) – problemy z długiem*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2003, vol. 65, nr 1.
- Szysko L., Szczepański J. (red.), *Finanse przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
- Świdarska G., *Jak czytać sprawozdanie finansowe*, Wydawnictwo Difin/ MAC, Warszawa 2013.

- Świdarska J., *Wykup lewarowany – możliwości i ograniczenia finansowania*, „Prace Naukowe UE we Wrocławiu” 2014, nr 365: *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, s. 293–301.
- Tarnawa A., Zadura-Lichota P. (red.), *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2010–2011*, PARP, Warszawa 2012.
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 roku. Kodeks cywilny, Dz. U. 1964 r., nr 16, poz. 93.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości, Dz. U. z 2021 r., poz. 217.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 roku. Kodeks spółek handlowych, Dz. U. z 2017 r., poz. 1577.
- Van Horne J.C., *Financial Management and Policy*, Prentice Hall, Upper Saddle, River, New Jersey 1989.
- Vera D., Onji K., *Changes in the banking system and small business lending*, „Small Business Economics” 2010, vol. 34, nr 3, s. 293–308. <https://doi-org-10041da601133.han3.lib.uni.lodz.pl/10.1007/s11187-008-9119-9>
- Walkowiak R., *Prakseologiczne zasady sprawnego działania*, „Zeszyt Naukowy Ekonomia i Zarządzanie” 2011, nr 1, s. 439–453.
- Waniak-Michalak H., *Wsparcie małych i średnich przedsiębiorstw przez organizacje niedziałające dla zysku. Znaczenie. Ewidencja. Raportowanie*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2015.
- Waśniewski T., Skoczylas W., *Zasady analizy finansowej w praktyce. Przykłady i zadania*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1997.
- Ważna E., Surma-Syta A., *Leasing jako zewnętrzne źródło finansowania rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw*, [w:] *Zarządcze determinanty funkcjonowania podmiotów gospodarczych*, M. Miszczuk, M. Sosińska-Wit (red.), Wydawnictwo Politechniki Lubelskiej, Lublin 2019, s. 81–96.
- Wieprow J., *Ocena efektywności inwestycji rzeczowych za pomocą metody NPV*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu” 2013, vol. 38, nr 6, s. 85–97.
- Wojciechowska U. (red.), *Płynność finansowa polskich przedsiębiorstw w okresie transformacji gospodarki. Aspekty mikroekonomiczne i makroekonomiczne*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2001.
- Woźniak-Sobczak B., *Aktywne i pasywne inwestycje przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2001.
- Wrońska-Bukalska E., *System finansowy małego i średniego przedsiębiorstwa. Obieg informacji*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2015.
- Wrońska-Bukalska E. (red.), *Wyzwania strategiczne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2013.
- Wypych M. (red.), *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, Wydawnictwo Absolwent, Łódź 1999.
- Xiang D., Worthington A.C., Higgs H., *Discouraged finance seekers: An analysis of Australian Small and medium-sized enterprises*, „International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship” 2014, vol. 33, nr 7.

- Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw. Zarys teorii a praktyka*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2000.
- Zarzecki D., *Teoria i praktyka metod dochodowych w wycenie przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 1998.
- Zarzecki D., *Współczesne wyzwania wyceny przedsiębiorstw*, Zarzecki, Lasota i Wspólnicy, Szczecin 2013.
- Ziarkowski R., *Opcje rzeczowe oraz ich zastosowanie w formułowaniu i ocenie projektów inwestycyjnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2004.
- Ziomba M., *Ocena atrakcyjności źródeł finansowania działalności podmiotów z sektora MSP*, „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica” 2011, vol. 260: *Dostępność kapitałów w warunkach globalizacji gospodarki*, s. 263–274.

Spis tabel

Tabela 1.	Dwukryterialny podział form finansowania przedsiębiorstwa	31
Tabela 2.	Cechy kapitału własnego i kapitałów obcych	32
Tabela 3.	Kapitał własny w zależności od formy organizacyjno-prawnej jednostki gospodarczej	33
Tabela 4.	Struktura kapitału własnego spółki akcyjnej	34
Tabela 5.	Pozytywne i negatywne aspekty samofinansowania	45
Tabela 6.	Wyznaczenie i zaplanowanie odpisów amortyzacyjnych metodą liniową	48
Tabela 7.	Obliczenia do przykładu nr 3	50
Tabela 8.	Koncepcje wyniku finansowego	104
Tabela 9.	Pasywa Grupy Kapitałowej Comarch w latach 2017–2020 (w tys. zł)	114
Tabela 10.	Zmiany pasywów Grupy Kapitałowej Comarch w latach 2017–2020 w wielkościach bezwzględnych (tys. zł) i względnych (%)	116
Tabela 11.	Wskaźniki struktury kapitałów własnych i obcych Grupy Kapitałowej Comarch w latach 2017–2020 (w %)	118
Tabela 12.	Wskaźniki zadłużenia i zasady finansowania Grupy Kapitałowej Comarch w latach 2017–2020	120
Tabela 13.	Analiza wspierania finansowego Grupy Kapitałowej Comarch w latach 2017–2020	121
Tabela 14.	Analiza płynności finansowej Grupy Kapitałowej Comarch w latach 2017–2020	122
Tabela 15.	Analiza rentowności Grupy Kapitałowej Comarch w latach 2017–2020	123
Tabela 16.	Macierz zmiennych do wyznaczenia postaci równania (według założeń poczynionych w równaniu (1))	135
Tabela 17.	Wybrane metody wyceny przedsiębiorstwa stosowane w praktyce gospodarczej	145
Tabela 18.	Bilans wycenianego przedsiębiorstwa na dzień 31 grudnia 2019 roku (w zł)	155
Tabela 19.	Wyznaczenie stopy dyskontowej na 31.12.2019 roku	157
Tabela 20.	Prognoza zysku netto na lata 2020–2024	159
Tabela 21.	Wartość majątku przedsiębiorstwa	161
Tabela 22.	Dane do określenia prostego okresu zwrotu	169

Tabela 23. Kalkulacja prostego okresu zwrotu	170
Tabela 24. Kalkulacja zdyskontowanego okresu zwrotu	172
Tabela 25. Kalkulacja NPV	174
Tabela 26. Kalkulacja IRR	177
Tabela 27. Rodzaje ryzyka	179

Spis rysunków

Rysunek 1.	Podstawowe obszary finansów przedsiębiorstwa	15
Rysunek 2.	Współczesne zasadnicze podejścia do definicji kapitału	20
Rysunek 3.	Relacje między strukturą finansowania, strukturą kapitału w dwóch ujęciach i strukturą zadłużenia	22
Rysunek 4.	Odsetek przedsiębiorstw należących do sektora MSP, które otrzymały finansowanie zwrotne, o które wnioskowały w 2009 i 2011 roku	25
Rysunek 5.	Przyczyny odmów udzielenia finansowania zwrotnego MSP w 2009 i 2011 roku	25
Rysunek 6.	Odsetek firm, którym przyznano finansowanie zwrotne w zależności od roku założenia	26
Rysunek 7.	Rodzaje kapitałów w przedsiębiorstwie i kryteria ich podziału	29
Rysunek 8.	Zabezpieczenie spłaty kredytu	65
Rysunek 9.	Modele crowdfundingu wg rodzaju porozumienia między projektodawcą i finansującymi	80
Rysunek 10.	Modele crowdfundingu wg rodzajów gratyfikacji finansujących	83
Rysunek 11.	Wzajemne powiązania między trzema spojrzeniami na płynność finansową	98
Rysunek 12.	Struktura akcjonariatu Comarch SA wg udziału kapitałowego	111
Rysunek 13.	Struktura akcjonariatu Comarch SA wg liczby akcji i wg liczby głosów na WZA	112
Rysunek 14.	Wpływ czynników na wzrost zużycia surowców	133
Rysunek 15.	Kształtowanie się ceny wina „Patyk” w latach 2015–2017 (ujęcie kwartalne)	134
Rysunek 16.	Wieloaspektowe ujęcie wartości przedsiębiorstwa	140
Rysunek 17.	Wycena majątku a wycena przedsiębiorstwa	141
Rysunek 18.	Proces tworzenia wartości przedsiębiorstwa	142
Rysunek 19.	Zysk netto w podmiocie Mardom sp. z o.o.	158

