

JERZY RÓŻAŃSKI

## WSPÓŁCZESNE FINANSE PRZEDSIĘBIORSTWA – NIEKTÓRE NIEJASNOŚCI I ZNAKI ZAPYTANIA

**Słowa kluczowe:** struktura kapitału, koszt kapitałowy, miary efektywności inwestycji

**Keywords:** capital structure, lost of capital, measures of investment profitability

**Kasyfikacja JEL:** G30

### Wprowadzenie

Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa, podobnie jak i cała dyscyplina finansów, we współczesnym świecie stają się coraz ważniejsze. Wzrastająca rola finansów wiąże się z tym, że współczesna gospodarka rynkowa nie może się obejść bez rozbudowanego systemu bankowego, rynku giełdowego i pozagiełdowego, instytucjonalnych inwestorów itp. Również decydująca rola finansów dla przetrwania i rozwoju przedsiębiorstw sprawia, że zarządzanie finansami przedsiębiorstwa stanowi jedno z priorytetowych zadań zarządzania przedsiębiorstwem.

Rozwój finansów przedsiębiorstwa zaowocował powstaniem szeregu teorii i koncepcji, często wyraźnie ze sobą sprzecznych. Są więc trudności z wypracowaniem jednolitego poglądu na wiele problemów o podstawowym znaczeniu dla zarządzania finansami przedsiębiorstwa. Co więcej, zmiany występujące w gospodarce światowej i gospodarkach narodowych, oraz na poziomie przedsiębiorstwa sprawiają, że można mieć wątpliwość czy w każdych warunkach teorie uznane dotąd za oczywiste i bezdyskusyjne są prawdziwe i nie wymagają przynajmniej poważnej dyskusji naukowej. Dlatego też celem artykułu jest przedstawienie wątpliwości związanych z niektórymi koncepcjami i rozwiązaniami przyjętymi w zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa, jako punkt wyjścia do takiej dyskusji.

### Struktura kapitałowa przedsiębiorstwa

W literaturze przedmiotu często unika się definicji struktury kapitałowej lub też formułuje się ją dość ogólnie. W pierwszym okresie transformacji ustrojowej w Polsce korzystano z definicji zdecydowanie zawężających istotę struktury kapitałowej (na przykład

N. Skov<sup>1</sup> – definiuje ją jako relację między finansowaniem poprzez emisję akcji a zadłużeniem długoterminowym – a gdzie inne rodzaje finansowania?). Inne definicje stwierdzały, że „decyzje o strukturze kapitału określają proporcje udziału kapitału własnego i obcego w działalności firmy”<sup>2</sup>. Była to oczywiście definicja prawidłowa, ale znajomość relacji między kapitałami własnymi i obcymi nie wystarczy dla oceny struktury kapitałowej przedsiębiorstwa. Znajomość struktury kapitałowej wiąże się z określeniem udziału każdego ze źródeł finansowania w finansowaniu przedsiębiorstwa ogółem<sup>3</sup>.

Poza tym, istnieje wiele rozbieżnych definicji struktury kapitałowej w literaturze polskiej i literaturze obcojęzycznej, na co zwraca uwagę M. Kędzior<sup>4</sup>, który bardzo obszernie wykazuje występowanie zasadniczych różnic interpretacyjnych odnoszących się do pojęcia struktura kapitałowa. Czym jest więc struktura kapitałowa i jaka jest jej poprawna interpretacja? Czy w strukturze kapitałowej mieszczą się zobowiązania krótkoterminowe przedsiębiorstwa? Czy należy za punkt wyjścia brać wartości księgowe, czy wartości rynkowe? Czy rezerwy tworzone przez przedsiębiorstwo powinny być uwzględnione w strukturze kapitałowej przedsiębiorstw? Wielość proponowanych tu rozwiązań jest zarówno w literaturze krajowej, jak i zagranicznej zbyt duża.

### Koszt kapitałowy

Koszt kapitałowy jest jednym z podstawowych pojęć w zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa. Jest nie tylko podstawą ustalenia kosztów pozyskiwania funduszy obcych i funduszy własnych, ale również stopy dyskontowej w rachunku opłacalności inwestycji oraz służy do ustalenia optymalnej struktury kapitałowej w przedsiębiorstwie. Dlatego jest to jedno z kluczowych pojęć w zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa.

Koszt kapitału obcego może być dość precyzyjnie wyliczony (kredyty bankowe, emisja obligacji). Natomiast wątpliwości mogą pojawić się przy wyliczaniu kosztu kapitału własnego.

E. Brigham i L. Gapenski<sup>5</sup> w swojej, bardzo dobrze w Polsce znanej książce stwierdzają, że „firma może pozyskać zwykły kapitał akcyjny w dwojaki sposób: 1) przez zatrzymanie zysków niepodzielonych, 2) przez emisję akcji zwykłych. A więc gdy obliczamy koszt akcji NCC jako składnika kapitału, musimy wziąć pod uwagę koszt tych dwóch rodzajów kapitału akcyjnego”. Chciałbym tu zwrócić uwagę na to, że zyski niepodzielone, mogą, ale nie muszą, być wykorzystane na podwyższenie kapitału akcyjnego przedsiębiorstwa i nie

<sup>1</sup> N. Skov: *Finanse i zarządzanie*, Placet, Warszawa 1991, s. 139.

<sup>2</sup> R. Dobbins, W. Frąckowiak, S. Witt: *Praktyczne zarządzanie kapitałami firmy*, Paanpol, Poznań 1992, s. 121.

<sup>3</sup> Takie podejście reprezentuje m.in. J. Czekaj i Z. Dresler: *Zarządzanie Finansami przedsiębiorstw – podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 90.

<sup>4</sup> M. Kędzior: *Międzynarodowa struktura kapitału przedsiębiorstwa*, C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 130–163.

<sup>5</sup> E. Brigham, L. Gapenski: *Zarządzanie finansami*, t. I, PWE, Warszawa 2000, s. 244.

powinny być utożsamiane z kapitałem akcyjnym. Dalej E. Brigham i L. Gapenski stwierdzają, że „firma powinna zatrzymać zyski tylko wtedy, kiedy może uzyskać tyle, ile sami akcjonariusze mogliby zarobić na innych inwestycjach o analogicznym ryzyku”.

Tutaj należy wziąć pod uwagę dwie okoliczności. Po pierwsze, pojęcie ryzyka ma charakter niesłychanie subiektywny. Poszczególni inwestorzy mogą bardzo różnie oceniać ryzyko związane z ulokowaniem swoich kapitałów w określoną inwestycję. Dlatego też ustalenie kosztu własnego zysków niepodzielonych jako kosztu alternatywnego w stosunku do innych rodzajów inwestowania (koszty utraconych szans) jest zabiegiem dość ryzykownym. Następnie, istnieje różnica między kosztem kapitałowym alternatywnym a kosztem kapitałowym rzeczywistym (związanym z emisją akcji i obligacji czy kredytami bankowymi).

Jeśli więc liczymy średnioważony koszt kapitałowy, tak samo traktując koszt alternatywny, jak i koszt kapitałowy rzeczywisty, to czy na pewno uzyskujemy właściwy wynik? Koszty alternatywne są bowiem *de facto* kosztami wirtualnymi.

Dokonyjąc mechanicznego porównania potencjalnych zysków, które mogłyby osiągać przedsiębiorstwa w wyniku zastosowania zysków niepodzielonych z zyskami, jakie mogliby osiągnąć akcjonariusze, gdyby otrzymane dywidendy zainwestowali poza przedsiębiorstwem, nie bierze się pod uwagę zarówno perspektywy inwestowania tworzonej przez akcjonariusza, jak i różnorodności motywów, którymi w swoich decyzjach może się kierować.

A. Michalak pisze „kapitał własny może pochodzić z bezzwrotnego finansowania zewnętrznego oraz finansowania wewnętrznego (tj. samofinansowania). Oba źródła kapitału własnego nie generują kosztów finansowych, tj. nie tworzą kosztów księgowych, pomniejszających zysk przed opodatkowaniem.

Mimo to są uznawane za jedne z najdroższych źródeł finansowania, jeśli mierzy się je w kategoriach kosztu alternatywnego”<sup>6</sup>.

Na tym tle bardzo dyskusyjne jest przekonanie, że każdorazowo kapitał własny musi być droższy od kapitału obcego, w związku z większym ryzykiem ponoszonym przez akcjonariusza w stosunku do kapitałodawców zewnętrznych (finansujących przedsiębiorstwo kapitałem obcym), w związku z tym, że wykorzystują oni kapitał własny. Czy obligatoriusz nie ponosi dużego ryzyka wykorzystując kapitał własny (np. kupując obligacje śmieciowe)? Czy banki nie ponoszą ryzyka związanego z inwestowaniem pozyskanych pieniędzy, kredytując przedsiębiorstwa i osoby prywatne i czy ich ryzyko nie jest relatywnie większe, ponieważ są odpowiedzialni pod depozytariuszami?

Koszt kapitału własnego może okazać się znacznie niższy, niż koszt kapitału obcego, biorąc pod uwagę również różnice w kosztach emisji.

Każda z proponowanych w literaturze metod szacowania kapitału własnego (CAPM, DCF, premie za ryzyko do stopy dochodu z własnych obligacji) są zawodne i zależą od

---

<sup>6</sup> A. Michalak: *Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 74–75.

szeregu czynników, m.in. od sektora i warunków funkcjonowania przedsiębiorstwa. Wtedy przyjmuje się rozwiązanie, które nam wydaje się najbardziej logiczne, a więc mamy do czynienia z subiektywnym wyborem, co stwierdzają m.in. E. Brigham i L. Gapenski<sup>7</sup>.

Problemem szacowania kosztu kapitału własnego, a szczególnie zysków niepodzielonych, nie powinien być więc traktowany jako bezdyskusyjny.

### **Maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa jako główny cel jego działania**

Pierwsza kwestia dotyczy tego, czy maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa może być podstawowym celem działalności przedsiębiorstwa niezależnie od jego formy organizacyjno-prawnej. Czy to, co jest oczywiste dla spółki akcyjnej, będzie również oczywiste dla właściciela małego przedsiębiorstwa, który przeznaczając wypracowany comiesięczny zysk na utrzymanie siebie i swojej rodziny, i dla którego jest to jedyne źródło utrzymania? Należy zauważyć, że wartość przedsiębiorstwa będzie interesowała właściciela lub współwłaściciela takiego przedsiębiorstwa tylko w przypadku jego sprzedaży. Dlatego też kryterium maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa w odniesieniu do przedsiębiorstw tego typu może się okazać nieprzydatne z punktu widzenia jego właściciela (właścicieli).

Następnie, należy odróżnić maksymalizację wartości przedsiębiorstwa od maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy. Maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy będzie wiązała się nie tylko z zyskami kapitałowymi (wzrost wartości przedsiębiorstwa), ale i z wypłatą dywidend.

Wypłata dywidend daje skutki dwojakiego rodzaju. Po pierwsze, wypłata dywidend jest obciążeniem dla spółki akcyjnej i, arytmetycznie rzecz ujmując, winna zmniejszyć jej wartość. Z drugiej zaś strony, zgodnie z teorią sygnalizacji, zapowiedź wypłaty wysokich dywidend powoduje wzrost kursu akcji przedsiębiorstwa, a więc winna przyczynić się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Nie można jednak utożsamiać tych dwóch pojęć, ponieważ korzyści dla akcjonariuszy nie przekładają się automatycznie na wzrost wartości przedsiębiorstwa.

Wątpliwości budzi też pogląd, że maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy konkretnej spółki akcyjnej maksymalizuje korzyści wszystkich podmiotów będących kontrahentami spółki<sup>8</sup>. Można odnieść wrażenie, że bardzo często jest odwrotnie, to znaczy w dłuższym okresie czasu przedsiębiorstwo maksymalizuje swoją wartość kosztem swoich kontrahentów.

Należy też zwrócić uwagę na konieczność bardzo uważnego obserwowania zachowań menedżerów w przedsiębiorstwach, w których wzrost wynagrodzeń menedżerów (również z wykorzystaniem opcji menedżerskich) jest związany z przyrostem wartości przedsiębiorstwa. Problemy związane ze stosowaniem tego mechanizmu występowały już przed

<sup>7</sup> E. Brigham, L. Gapenski: *op.cit.*, s. 263.

<sup>8</sup> A. Rappaport: *Wartość dla akcjonariuszy – poradnik menedżera i inwestora*, Wig-Press, Warszawa 1999.

kryzysem finansowym, a kryzys jedynie unaoczniał, że nadużycia w tej sferze są dość powszechne.

Oczywiście, nie można obwiniać o to samej koncepcji *shareholder value* i wszystkich koncepcji związanych z kształtowaniem wartości przedsiębiorstwa.

Należy też wskazać, że w przypadku takich form własności, jak spółka akcyjna, cele przedsiębiorstwa mogą być kształtowane nie tylko przez właścicieli i menedżerów, ale również przez wszystkich *stakeholders*, zwłaszcza w Europie.

### Dylematy związane z wyborem metody oceny opłacalności inwestycji

Najpopularniejsze od dłuższego czasu metody oceny opłacalności inwestycji, nazywane umownie metodami dyskontowymi, ponieważ poprzez wprowadzenie współczynnika dyskontowego uwzględniają zmiany wartości pieniądza w czasie, dają ograniczoną wiedzę o rzeczywistej opłacalności projektów inwestycyjnych (najważniejsze wśród nich to NPV i IRR) dla przedsiębiorstwa.

Już bowiem L. Perridon i M. Steiner<sup>9</sup> w 1986 roku zaliczyli je do metod izolowanych – to znaczy metod, które dają możliwość odpowiedzi na pytanie, czy realizacja danego projektu inwestycyjnego przyniesie efekty w postaci wpływów pieniężnych nad wydatkami związanymi z eksploatacją obiektu inwestycyjnego i nakładami inwestycyjnymi, natomiast metody te nie uwzględniają wpływu, jaki wywiera realizacja określonego projektu inwestycyjnego na wynik finansowy przedsiębiorstwa jako całości.

Realizacja projektu inwestycyjnego może bowiem przynieść korzyści związane z samym projektem, natomiast może mieć negatywny wpływ na przykład na rozmiary sprzedaży lub zyskowność dotychczas produkowanych wyrobów, bądź sprzedaż dotychczas świadczonych usług. Taki całościowy rachunek nie jest możliwy przy zastosowaniu metod izolowanych, które również nie wychwytyją możliwości wystąpienia ewentualnych związków między pozornie konkurencyjnymi projektami inwestycyjnymi.

Jednocześnie, należy pamiętać o podstawowych trudnościach związanych z budowaniem prognozowanych dla tych metod:

- wartości przepływów pieniężnych (*cash-flows*) w kolejnych latach – im dłuższy okres prognozy, tym mniejsza jej dokładność. Trudności występują zarówno wtedy, gdy prognoza liczona jest w cenach nominalnych (bieżących), jak i wtedy, gdy liczona jest w cenach porównywalnych (przyjmując moment budowy prognozy jako podstawę),
- określenia czasu, dla którego liczona jest wartość NPV – przyjmowanie umownego okresu, na przykład 10 lat, może okazać się chybione, ponieważ w przypadku mniej typowych projektów inwestycyjnych większe wartości przepływów mogą wystąpić w okresie, dla którego wyliczana jest już tylko orientacyjna wartość rezydualna,

---

<sup>9</sup> L. Perridon, M. Steiner: *Finanzwirtschaft der Unternehmen*, Verlag Franz Vahlen, München 1986, s. 30.

- podstaw wyliczania stopy dyskontowej w metodach dyskontowych – różnorodność koncepcji w tym zakresie (stopa dyskontowa utożsamiana z kosztem kapitałowym średnioważonym w przedsiębiorstwie, lub w projekcie, minimalna stopa zwrotu inwestora liczona różnymi metodami) nie sprzyja wyznaczeniu stopy dyskontowej na poziomie zapewniającym ich pełną obiektywizację. Najczęstsza praktyka polega na wyznaczeniu jednej stopy dyskontowej dla całego okresu objętego badaniem, co jest błędem metodycznym.

T. Wiśniewski i K. Byrka-Kita stwierdzają, że uzasadnione jest wyliczanie innej stopy dyskontowej dla przedsięwzięć inwestycyjnych poza granicami kraju macierzystego i dla inwestycji krajowych, ponieważ inwestor zagraniczny działa w kraju goszczącym w innych warunkach prawnych, ekonomicznych, społecznych i politycznych. Inne jest ryzyko związane z inwestycją, inny oczekiwany minimalny dochód z inwestycji<sup>10</sup>.

D. Zarzecki zwraca uwagę na duże trudności związane z zastosowaniem modelu CAPM w ustaleniu kosztu kapitału własnego dla inwestycji zagranicznych (International CAPM)<sup>11</sup>.

Trudności związane są zarówno z wyliczeniem współczynnika beta dla poszczególnych krajów goszczących, jak i z wyliczeniem oczekiwanej stopy zwrotu aktywów wolnych od ryzyka – chodzi o to, jaki rodzaj papierów wartościowych emitowanych przez rząd danego kraju goszczącego (a tu mamy duże różnice między poszczególnymi krajami) będzie stanowił podstawę do wyliczenia tej stopy zwrotu.

Kolejny problem wiąże się z wyliczeniem premii za ryzyko dla światowego rynku kapitałowego. Czy można wówczas przyjąć za podstawę współczynnik beta rynku amerykańskiego i skorygować na jego podstawie amerykańską premię za ryzyko, obliczoną na podstawie dostępnych danych empirycznych?

W literaturze spotykamy rozbieżne poglądy co do tego, czy większą obiektywizację zapewnia zastosowanie jednej metody oceny, czy zastosowanie kilku metod. Jeśli więc miałyby być zastosowana jedna metoda, to najczęściej wskazywane jest NPV, jako najbardziej poprawna metodycznie. Jeśli natomiast stosując kilka metod, uzyskujemy rozbieżne wyniki (różne metody wskazują na różne projekty inwestycyjne jako najefektywniejsze), to powstaje problem wskazania, które metody winny zdecydować o wyborze projektu (prawdopodobnie NPV). W literaturze wskazuje się też na trudności interpretacyjne przy zastosowaniu metody IRR<sup>12</sup>.

---

<sup>10</sup> T. Wiśniewski, K. Byrka-Kita: *Metody wyznaczania stopy dyskontowej na rynkach zagranicznych*, [w:] *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, red. W. Pluta, AE Wrocław 2003, s. 337–351.

<sup>11</sup> D. Zarzecki: *Szacowanie indeksu ryzyka na potrzeby wyceny przedsiębiorstw*, [w:] *Przekształcenia rynku finansowego w Polsce*, red. P. Karpuś, J. Węclawski, Lublin 2005, s. 43–50.

<sup>12</sup> W. Rogowski: *Rachunek efektywności inwestycji*, Oficyna Wolters Kluwer, Kraków 2008, s. 182–187.

W. Rogowski zwraca również uwagę na statyczny charakter zarówno metody NPV jak i IRR. Obie metody mają poza tym charakter deterministyczny, który można przewyżżyć, wykorzystując opcje realne.

Inne metody, jak na przykład czas zwrotu nakładów, a także jego zmodyfikowana wersja, tzn. zdyskontowany czas zwrotu nakładów, mimo ich popularności wśród menedżerów, nie powinny być polecane ze względu na podstawowe braki metodyczne.

Mankamenty metod dyskontowych, stosowanych w ocenie opłacalności inwestycji próbuje się ograniczać poprzez stosowanie formuł korygujących.

W przypadku NPV jest to formuła APV (*adjusted present value*), w której bazowa wartość bieżąca netto jest korygowana o sumę skutków ubocznych związanych z wykorzystaniem tarczy podatkowej, specyfiką rodzaju finansowania, kosztem emisji akcji lub obligacji, natomiast IRR (wewnętrzna stopa zwrotu) w wersji skorygowanej przyjmuje postać MIRR (zmodyfikowanej wewnętrznej stopy zwrotu), a więc stopy, przy której wartość bieżąca nakładów inwestycyjnych jest równa wartości przyjętych wpływów pieniężnych, uzyskanych podczas realizacji projektu inwestycyjnego<sup>13</sup>. Formuły korygujące jednak nieznacznie tylko zwiększają użyteczność decyzyjną wspomnianych metod, które nadal w tej postaci są metodami izolowanymi, odnoszącymi się jedynie do oceny samego projektu inwestycyjnego, a nie skutków realizacji projektu dla przedsiębiorstwa jako całości.

Zintegrowane modele wielookresowe (na przykład model Albacha, model Haxa czy inne modele zintegrowane) są z kolei zbyt trudne dla przeciętnego decydenta, który ma zamiar podjąć decyzję inwestycyjną w oparciu o możliwie prostą i zrozumiałą dla niego formułę arytmetyczną. Dlatego też, podobnie jak i metoda MAPI, modele te nie są używane w praktyce gospodarczej.

W tej sytuacji pewnym rozwiązaniem byłoby zastosowanie metod wielokryterialnych, które pozwalałyby ocenić nie tylko opłacalność (z finansowego punktu widzenia), ale szeroko rozumianą atrakcyjność projektu inwestycyjnego (finansową, rynkową, technologiczną, organizacyjną, społeczną, strategiczną itd.). Występowanie innych, nie tylko stricte finansowych metod oceny inwestycji powoduje jednak konieczność odejścia od zastosowania arytmetycznych formuł i przejście do systemu punktowego, w którym zarówno dobór kryteriów, jak i ich rangowanie dla konkretnego przedsiębiorstwa może wpłynąć, poprzez subiektywny charakter takich wyborów, na, również mało obiektywny, wybór najlepszej z rozważanych do realizacji inwestycji – a więc może, bez wyraźnego uzasadnienia, preferować określone projekty inwestycyjne kosztem innych.

---

<sup>13</sup> R. Brealy, S. Myers: *Principles of Corporate Finance*, MC Graw Hill, New York 1984 i dalsze wydania.

## Pojęcie finansowania przedsiębiorstwa i jego implikacje

W większości publikacji poświęconych zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa mamy do czynienia z ogólną definicją, określającą czym jest finansowanie przedsiębiorstwa.

M. Zadora stwierdza, że „gromadzenie kapitału dokonuje się w ramach działalności finansowej przedsiębiorstwa”<sup>14</sup>.

A. Bielawska mówi, że „pojęcie finansowania obejmuje wszystkie instrumenty finansowe umożliwiające przedsiębiorstwu zgromadzenie kapitału pokrywającego jego potrzeby, instrumenty służące kształtowaniu optymalnej struktury kapitału i zmniejszaniu wielkości kapitału finansującego przedsiębiorstwo”<sup>15</sup>.

J. Iwin-Garzyńska i A. Adamczyk wyróżniają finansowanie w węższym i szerokim ujęciu – „finansowanie w węższym ujęciu ogranicza się do uzyskiwania kapitału, czyli podejmowania działań na rzecz otrzymania kapitału długo- i krótkookresowego. Finansowanie w szerokim ujęciu obejmuje nie tylko pozyskiwanie kapitału, ale także dysponowanie nim z punktu widzenia prowadzonych w przedsiębiorstwie procesów rzeczowych i finansowych”<sup>16</sup>.

Nie znajdziemy tu jednak odpowiedzi na pytanie, czy finansowanie może mieć charakter niepieniężny, czy też uznajemy, że finansowanie powinno mieć charakter jedynie pieniężny.

Analizując własne źródła finansowania, A. Michalak stwierdza, że „wkład inwestora może mieć także formę rzeczową, np. grunty pod budowę inwestycji, środki transportu itp”<sup>17</sup>. Czy możemy jednak uznać, że do finansowania zaliczymy nabycie praw majątkowych, nieodpłatne pozyskanie określonych wartości niematerialnych? Czy można mówić o niepieniężnym finansowaniu obcym? Czy do finansowania można zaliczyć na przykład nieodpłatne ubezpieczenie podmiotu gospodarczego?

Jeśli tak, to należałoby mówić o niepieniężnym finansowaniu kapitałem własnym i obcym. Wniesienie przez udziałowca aportu materialnego lub niematerialnego można uznać za finansowanie własne, wniesienie takiego aportu do przedsiębiorstwa przez inną jednostkę, na przykład w celach marketingowych, za finansowanie obce.

Jeśli uznamy, że finansowanie może mieć charakter jedynie pieniężny, rodzić to będzie określone skutki. W przypadku franchisingu należałoby uznać, że to jedynie franczyzobiorca finansuje franczyzodawcę, a nie ma zależności odwrotnej.

---

<sup>14</sup> *Finanse małego przedsiębiorstwa w teorii i praktyce*, red. M. Zadora, C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 89.

<sup>15</sup> A. Bielawska: *Finanse przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2000, s. 39.

<sup>16</sup> J. Iwin-Garzyńska, A. Adamczyk: *Wybrane zagadnienia finansów przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2009, s. 15.

<sup>17</sup> A. Michalak: *op.cit.*, s. 68.



Dokładne określenie, co rozumiemy przez pojęcie „finansowanie przedsiębiorstwa” mogłoby pomóc w usunięciu tych wątpliwości.

Chyba słuszne jest potraktowanie pojęcia „finansowanie przedsiębiorstwa” w sposób, który umożliwiłby uwzględnienie wszystkich form pieniężnego i niepieniężnego pozyskiwania kapitału, zarówno przez własnych, jak i obcych kapitałodawców.

### Podsumowanie

Z pewnością przedstawione powyżej problemy związane z interpretacją ważnych dla nauki finansów problemów nie są jedynymi, które, jak w każdej dyscyplinie, mogą budzić wątpliwości i skłaniają do głębszej refleksji.

Szczegółne niebezpieczeństwo występuje, gdy w procesie dydaktycznym przekazujemy studentom podstawowe dla finansów koncepcje w sposób, który wyklucza możliwość dyskusji i sprawia wrażenie, że przedstawione teorie lub ich zastosowanie w praktyce nie są kontrowersyjne, nie budzą wątpliwości, są uniwersalne – to znaczy sprawdzają się w każdym warunkach, co przeczy codziennej praktyce.

Należy w większym stopniu sygnalizować, że bardzo często od konkretnych warunków (i jakich?) zależy, czy określona koncepcja się sprawdza, czy też nie.

Jednocześnie, specyfikacja koncepcji i teorii, które budzą pewne wątpliwości, ponieważ nie wyjaśniają zagadnienia do końca, daje asumpt do dalszych badań i studiów. Przyczynia się to do postępu nauki i rozwoju dyscypliny, a przecież o to właśnie powinno chodzić.

### Literatura

- Bielawska A.: *Finanse przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2000.
- Brealy R., Myers S.: *Principles of Corporate Finance*, MC Graw Hill, New York 1984 i dalsze wydania.
- Brigham E., Gapenski L.: *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000.
- Czekaj J., Dresler Z.: *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw – podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Dobbins R., Frąckowiak W., Witt S.: *Praktyczne zarządzanie kapitałami firmy*, Paanpol, Poznań 1992.
- Iwin-Garysińska J., Adamczyk A.: *Wybrane zagadnienia finansów przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2009.
- Kędzior M.: *Międzynarodowa struktura kapitału przedsiębiorstwa*, C.H. Beck, Warszawa 2011.
- Michalak A.: *Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Perridon L., Steiner M.: *Finanzwirtschaft der Unternehmen*, Verlag Franz Vahlen, München 1986.

- Rappaport A.: *Wartość dla akcjonariuszy – poradnik menedżera i inwestora*, Wig-Press, Warszawa 1999.
- Rogowski W.: *Rachunek efektywności inwestycji*, Oficyna Wolters Kluwer, Kraków 2008.
- Skov N.: *Finanse i zarządzanie*, Placet, Warszawa 1991.
- Wiśniewski T., Byrka-Kita K.: *Metody wyznaczania stopy dyskontowej na rynkach zagranicznych*, [w:] *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, red. W. Pluta, AE Wrocław 2003.
- Finanse małego przedsiębiorstwa w teorii i praktyce*”, red. M. Zadora, C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 89.
- Zarzecki D.: *Szacowanie indeksu ryzyka na potrzeby wyceny przedsiębiorstw*, [w:] *Przekształcenia rynku finansowego w Polsce*, red. P. Karpuś, J. Węclawski, Lublin 2005.

prof. zw. dr hab. Jerzy Różański  
Uniwersytet Łódzki  
Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem

### Streszczenie

Artykuł zwraca uwagę na niektóre niejasności występujące w obszarach tematycznych związanych z problematyką współczesnych finansów:

- struktury kapitałowej i kosztu kapitałowego,
- maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa,
- metod oceny opłacalności inwestycji,
- implikacji związanych z pojęciem finansowania przedsiębiorstwa.

Występowanie tych niejasności dowodzi, że potrzebne jest bardziej kompleksowe ujęcie tej problematyki.

### MODERN CORPORATE FINANCE – SOME AMBIGUITIES AND QUESTION MARKS

#### Summary

The article points out some ambiguities that occur in the following subject fields related to the problems of modern finance:

- capital structure and capital cost,
- maximization of enterprise value,
- methods of investment profitability,
- implications related with the idea of financing enterprises,

The occurrence of these ambiguities proves the necessity of more comprehensive recognition in this area.