

Dominika Kordela, Maciej Pawłowski

Gospodarka finansowa przedsiębiorstwa

Długoterminowe decyzje finansowe

Fragment książki
materiał promocyjny

Kompendium wiedzy z zakresu źródeł, metod i instrumentów kształtowania struktury kapitału współczesnego przedsiębiorstwa.



print pdf epub mobi

edu-Libri



Gospodarka finansowa przedsiębiorstwa

Długoterminowe decyzje finansowe

Dominika Kordela, Maciej Pawłowski

Gospodarka finansowa przedsiębiorstwa

Długoterminowe decyzje finansowe

edu-Libri

Kraków–Legionowo 2018

[Kup książkę](#)

© edu-Libri s.c. 2018

Redakcja merytoryczna: edu-Libri

Korekta: Danuta Kamińska-Hass

Projekt okładki i stron tytułowych: GRAFOS

Ilustracja na okładce: 4x6/iStock

Recenzent: prof. dr hab. Janusz Ostaszewski

Publikacja została sfinansowana ze środków na utrzymanie potencjału badawczego przyznanych Wydziałowi Zarządzania i Ekonomiki Usług Uniwersytetu Szczecińskiego

Wydawnictwo edu-Libri
ul. Zalesie 15, 30-384 Kraków
e-mail: edu-libri@edu-libri.pl

Skład i łamanie: GRAFOS
Druk i oprawa: OSDW Azymut Sp. z o.o.
Łódź ul. Senatorska 31

ISBN druk 978-83-65648-45-7
ISBN e-book PDF 978-83-65648-46-4
ISBN e-book epub 978-83-65648-47-1
ISBN e-book mobi 978-83-65648-48-8

[Kup książkę](#)

Spis treści

Wprowadzenie.....	7
1. Wprowadzenie do długoterminowych decyzji finansowych	9
1.1. Decyzje finansowe w przedsiębiorstwie	9
1.2. Podział i hierarchia źródeł finansowania przedsiębiorstwa	11
1.3. Struktura kapitału w przedsiębiorstwie a struktura finansowania	14
1.4. Znaczenie struktury kapitału przedsiębiorstwa w świetle teorii finansów.....	17
1.5. Wykorzystanie struktury kapitału w ocenie finansowej przedsiębiorstwa	24
2. Decyzje finansowe przedsiębiorstw w obszarze kapitału własnego	28
2.1. Kapitał własny w przedsiębiorstwie	28
2.1.1. Źródła i cechy kapitału własnego.....	28
2.1.2. Ujęcia kapitału własnego	30
2.2. Finansowanie udziałowe na poszczególnych etapach rozwoju przedsiębiorstwa	35
2.3. Cechy, rodzaje i charakterystyka akcji.....	36
2.4. Emisja akcji w finansowaniu przedsiębiorstw – procedury i koszty.....	39
2.5. Terminowe finansowanie udziałowe	43
2.5.1. <i>Private equity/Venture capital</i>	43
2.5.2. Aniołowie biznesu.....	45
2.6. Crowdfunding udziałowy – istota finansowania społecznościowego.....	46
3. Długoterminowe decyzje finansowe na rynku kapitału obcego	49
3.1. Istota kapitału obcego w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa.....	49
3.1.1. Przegląd i motywy gromadzenia kapitału na rynku długu.....	49
3.1.2. Cechy i funkcje kapitału obcego.....	51
3.2. Instrumenty finansowania kapitałem obcym.....	58
3.2.1. Finansowanie na rynku kredytu bankowego.....	59
3.2.2. Finansowanie na rynku transakcji leasingowych	68
3.2.3. Finansowanie na rynku obligacji	70
3.2.4. Dylematy wyboru przedsiębiorstwa – finansowanie na rynku kredytu bankowego a emisja obligacji	78
3.2.5. Instrumenty finansowania przedsiębiorstwa kapitałem hybrydowym ..	83
4. Koszt kapitału w decyzjach finansowych przedsiębiorstw	86
4.1. Istota kosztu kapitału.....	86
4.2. Koszt kapitału własnego.....	90

4.3. Koszt kapitału obcego.....	94
4.4. Koszt kapitału wieloskładnikowego – średni ważony koszt kapitału.....	97
5. Instrumenty finansowe przedsiębiorstw jako przedmiot alokacji kapitału	100
5.1. Wartość pieniądza w czasie	100
5.2. Dochód z inwestycji finansowych	103
5.3. Polityka wypłat dywidendy i zwrot kapitału własnego inwestorom.....	106
5.4. Ryzyko na rynku kapitałowym	109
5.4.1. Czynniki i rodzaje ryzyka.....	109
5.4.2. Ryzyko inwestycyjne i jego pomiar	112
5.5. Miary efektywności inwestycji finansowych	114
5.6. Wskaźniki rynku kapitałowego.....	116
Bibliografia	120

1. Wprowadzenie do długoterminowych decyzji finansowych

1.1. Decyzje finansowe w przedsiębiorstwie

Decyzje finansowe są definiowane jako wolny wybór jednego z przygotowanych wariantów działania w zakresie zjawiska i procesów pieniężnych [Nogalski, Falencikowski, 2005, s. 27–31]. W sferze decyzji finansowych skutkujących przepływami pieniężnymi działalność przedsiębiorstw jest skupiona w trzech obszarach [Duliniec, 2011, s. 15]:

- operacyjnym – podstawowa (operacyjna) działalność skutkująca produkcją i sprzedażą towarów lub usług;
- inwestycyjnym – obszar związany z decyzjami w zakresie zarządzania aktywami, lokowaniem kapitału w aktywa trwałe i obrotowe;
- finansowym – związana z kształtowaniem wielkości i struktury kapitału wykorzystwanego przed przedsiębiorstwem.

Decyzje o charakterze operacyjnym są związane z podstawową działalnością przedsiębiorstwa, sprowadzają się do zaplanowania i realizacji produkcji, sprzedaży, a także kształtowania polityki zarządzania należnościami oraz krótkoterminowymi zobowiązaniami. Z kolei decyzje inwestycyjne skutkują zmianami w obszarze aktywów, więc sprowadzają się do decyzji w zakresie zakupu lub sprzedaży rzeczowych aktywów trwałych, wartości niematerialnych i prawnych oraz inwestycji finansowych. W wyniku działalności w obszarze operacyjnym i inwestycyjnym przedsiębiorstwo wypracowuje wewnętrzne źródła finansowania, do których zalicza się: zysk zatrzymany, amortyzację, wpływy ze zbycia aktywów lub z transformacji aktywów. Warto wspomnieć, że w literaturze przedmiotu kwestia definiowania wewnętrznych źródeł finansowania i pojęcia samofinansowania jest dyskusyjna.

Prezentowane są różne ujęcia i podejścia, na przykład takie, zgodnie z którymi jako źródło samofinansowania jest wskazywany wyłącznie zysk zatrzymany¹.

Decyzje w zakresie finansowania udziałowego oraz kapitału obcego, kształtowania wielkości i struktury kapitału mieszczą się w obszarze działalności finansowej, a ich skutki są odzwierciedlone w wartości przedsiębiorstwa oraz finansowych wynikach jego działalności. Decyzje w obszarze finansowym wymagają aktywności podmiotu gospodarczego na rynku finansowym i są zależne od stopnia rozwoju rynku finansowego. Instytucje finansowe pełniące funkcję pośredników na rynku finansowym oraz ich funkcjonowanie również wpływają na decyzje finansowe podmiotów gospodarczych, bowiem oferowane przez nie instrumenty, ich koszt oraz ryzyko z nimi związane są czynnikami uwzględnianymi w decyzjach podejmowanych przez zarządzających przedsiębiorstwami.

Decyzje finansowe przedsiębiorstw mieszczą się w ramach gospodarki finansowej przedsiębiorstwa, która jest definiowana jako czynności polegające na racjonalnym uruchamianiu strumieni pieniężnych oraz tworzenie oszczędności. Bywa również określana jako mechanizm ciągłego, odpowiednio zorganizowanego procesu gromadzenia przychodów i dochodów oraz realizacji wydatków [Szyszko, 2007, s. 19–20]. Do obszaru gospodarki finansowej przedsiębiorstwa należą więc decyzje w zakresie pozyskiwania kapitału własnego i obcego, które stanowią przedmiot niniejszej publikacji.

Zapewnienie finansowania jest niezbędne do rozpoczęcia i realizacji procesów inwestycyjnych w przedsiębiorstwie, jego rozwoju i wzrostu wartości. Decyzje w zakresie pozyskiwania długoterminowego finansowania są szczególnie istotne, bowiem kapitał stały – który tworzą kapitał własny i długoterminowe źródła finansowania przedsiębiorstwa – zapewnia stabilność finansową podmiotu gospodarczego. Decyzje w zakresie pozyskania źródeł finansowania powinny uwzględniać wpływ danego źródła na wartość przedsiębiorstwa (o czym szerzej w podrozdz. 1.4).

Wskazuje się, że decyzje podejmowane w przedsiębiorstwie powinny uwzględniać m.in. poniższe zasady [Golawska-Witkowska, Rzeczycka, Zalewski, 2006, s. 46–47]:

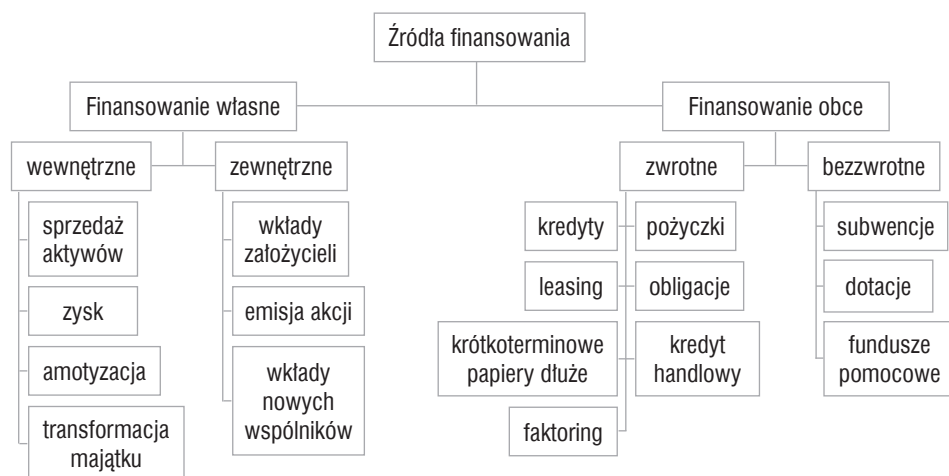
- Zasada awersji do ryzyka sprowadza się do stwierdzenia, że podmioty gospodarcze preferują wyższą stopę zwrotu przy danym ryzyku lub niższy poziom ryzyka dla danej stopy zwrotu.
- Zasada przyrostu zysku oznacza, że w procesie podejmowania decyzji istotne są wartości względne, tzw. przyrostowe. Badając efektywność, pod uwagę jest brany przyrost zysku wynikający z realizacji przedsięwzięć, wartości bezwzględne mają drugorzędne znaczenie.
- Zasada sygnałów podkreśla wagę informacji płynących z przedsiębiorstwa, a odbieranych przez interesariuszy, w tym potencjalnych kapitałodawców. Opinia o przedsiębiorstwie może wpływać na jakość kontaktów z jego otoczeniem.

¹ Szerzej w: [Bielawska, 2000; Ostaszewski i in., 2009].

- Zasada wartości pomysłów wskazuje, że największy przyrost zysków wynika z przedsięwzięć nowatorskich, a przeciętne pomysły przynoszą zwykle przeciętne zyski.
- Zasada behawioralna sprowadza się do podkreślenia wagi czerpania z doświadczeń innych podmiotów gospodarczych, a zwłaszcza tych, które odniosły sukces.
- Zasada „czas to pieniądz” podkreśla znaczenie koncepcji zmienności wartości pieniądza w czasie, która powinna być uwzględniana w procesie decyzyjnym, zwłaszcza w perspektywie długoterminowej.

1.2. Podział i hierarchia źródeł finansowania przedsiębiorstwa

Źródła finansowania w subdyscyplinie finansów przedsiębiorstw klasyfikuje się, biorąc pod uwagę odpowiedzialność oraz prawa i obowiązki kapitałodawcy (na własne i obce), źródło pochodzenia kapitału (na wewnętrzne i zewnętrzne) oraz czas, na jaki kapitał został oddany przedsiębiorstwu do dyspozycji (krótkoterminowe, średnioterminowe, długoterminowe i bezterminowe lub – coraz częściej – na krótko- i długoterminowe) [Bielawska, 2000, s. 51]. Na rysunku 1.1 zostały przedstawione źródła finansowania z uwzględnieniem kryterium źródła pochodzenia kapitału oraz kryterium praw i obowiązków kapitałodawcy.



Rysunek 1.1. Źródła finansowania przedsiębiorstw

Źródło: opracowanie własne na podstawie cytowanej literatury.

Biorąc pod uwagę tematykę niniejszej publikacji, prezentowane rozważania nie będą dotyczyć krótkoterminowych źródeł finansowania. Natomiast w obszarze długo-

terminowych decyzji finansowych rozpatrywać należy długoterminowe kapitały, czyli te pozostające do dyspozycji przedsiębiorstwa na co najmniej jeden rok. Z wymienionych na rysunku 1.1 źródeł finansowania do kapitałów długoterminowych będących przedmiotem badań niniejszej publikacji należą:

- kapitał podstawowy przedsiębiorstwa (kapitał wspólników, kapitał udziałowy, kapitał zakładowy),
- kredyty bankowe,
- dłużne papiery wartościowe (obligacje),
- leasing.

Długoterminowe instrumenty finansowania klasyfikuje się zarówno jako kapitały własne, jak i kapitały obce. Determinanty wyboru poszczególnych rodzajów źródeł finansowania są szeroko opisywane w literaturze przedmiotu. Decyzje w zakresie doboru źródeł zależą od wielu czynników i poszczególne podejścia są prezentowane w teoriach struktury kapitału. Jedną z podstawowych teorii opisujących decyzje finansowe przedsiębiorstw jest teoria hierarchii źródeł finansowania (*Pecking Order Theory*)². W teorii tej zostały przedstawione preferencje przedsiębiorstw w zakresie wykorzystania poszczególnych źródeł finansowania [Duliniec, 2015, s. 77]. W odróżnieniu od pozostałych teorii struktury (opisanych w podrozdz. 1.3), w teorii hierarchii źródeł finansowania uwzględniono podział własnych źródeł finansowania na wewnętrzne i zewnętrzne. Zgodnie z teorią hierarchii – opartą na wynikach wieloletnich badań empirycznych – przedsiębiorstwa w pierwszej kolejności wykorzystują własne wewnętrzne źródła finansowania, dopiero jeżeli wewnętrzne źródła finansowania są niewystarczające, przedsiębiorstwa decydują się na kapitał obcy, gdy natomiast źródła długu nie są dostępne lub nie mogą być wykorzystane, w ostatniej kolejności decydują się na pozyskanie zasilenia ze źródeł własnych zewnętrznych. Korzystanie z wewnętrznych źródeł pozwala na utrzymanie niezależności ekonomicznej oraz decyzyjnej, bowiem przedsiębiorstwo unika wpływu wierzycieli czy nowych właścicieli na jego funkcjonowanie. Ponadto finansowanie ze źródeł wewnętrznych nie wymaga tworzenia – często czasochłonnej i kosztownej – dokumentacji niezbędnej do pozyskania kapitału na rynku finansowym ani upubliczniania informacji dotyczących przedsiębiorstwa [Błach, 2009, s. 101]. Finansowanie własne ze źródeł zewnętrznych jest wykorzystywane – w myśl teorii hierarchii – po wyeksploatowaniu źródeł długu również ze względu na wysokie koszty kapitału udziałowego. Ponadto, jak wskazuje A. Duliniec [2015, s. 77], teoria hierarchii źródeł finansowania zakłada istnienie asymetrii informacji między zarządem przedsiębiorstwa a zewnętrznymi inwestorami. Tłumaczy to unikanie przez decydentów przedsiębiorstwa udziałowych źródeł finansowania, powodujących powstanie tzw. kosztów informacyjnych, do których zalicza się negatywny wpływ danej decyzji finansowej na wartość rynkową przedsiębiorstwa. Warto wspomnieć, że w teorii hierarchii nie ma zdefiniowanej docelowej struktury

² Teoria hierarchii źródeł finansowania została sformułowana przez S.C. Myresa [1984].

kapitału, wskazana została wyłącznie kolejność wykorzystania poszczególnych rodzajów finansowania [Duliniec, 2015, s. 77, 79].

Kolejną teorią wskazującą na hierarchiczną decyzyjność w zakresie wyboru określonych źródeł finansowania jest teoria sygnalizacji. Jak wskazuje A. Duliniec [2015, s. 77], teoria ta czerpie zarówno z teorii asymetrii informacji, jak i teorii hierarchii źródeł finansowania, stanowi rozszerzenie analizy zawartej w teorii źródeł finansowania. Według teorii sygnalizacji w pierwszej kolejności przedsiębiorstwa wykorzystują wewnętrzne źródła finansowania, po ich wyczerpaniu się sięgają do źródeł zewnętrznych według kolejności: emisja papierów dłużnych, instrumenty hybrydowe, udziałowe papiery wartościowe [Duliniec 2015, s. 77]. Asymetria informacji, w warunkach której działają współcześnie przedsiębiorstwa, wynika z warunków niedoskonałego rynku kapitałowego. F.S. Mishkin określa asymetrię informacji jako sytuację, „w której jedna ze stron transakcji posiada niewystarczające do podjęcia właściwej decyzji informacje dotyczące drugiej strony” [Mishkin, 2001, s. 258]. Istnienie asymetrii informacji wynika z faktu, że nie wszyscy uczestnicy rynku mają dostęp do wszystkich istotnych informacji, ponadto upubliczniane informacje nie docierają do wszystkich zainteresowanych w tym samym czasie. W porównaniu z potencjalnymi kapitałodawcami, dominujący akcjonariusze oraz zarząd mają dostęp do szerszej informacji niż drobni inwestorzy, potencjalni inwestorzy czy wierzyciele. W konsekwencji podmioty mające ograniczony lub opóźniony dostęp do informacji odczytują i oceniają decyzje zarządu. Teoria sygnalizacji, uwzględniająca występowanie asymetrii informacji na rynku kapitałowym, wskazuje, że decyzje o wzroście zadłużenia są odbierane pozytywnie, bowiem jej odbiorcy zakładają, że przedsiębiorstwo jest w dobrej kondycji finansowej, pozwalającej na terminową spłatę zobowiązań wynikających z wykorzystania długu. Z kolei decyzja o zwiększeniu kapitału udziałowego (o nowej emisji akcji) jest odczytywana jako działanie mające na celu przeniesienie części ryzyka na nowych inwestorów, mogące doprowadzić do spadku wyceny akcji. W konsekwencji menedżerowie traktują kapitał udziałowy jako ostatnie rozważane źródło [Błach, 2009, s.101].

Jedną z najnowszych teorii dotyczących decyzji w zakresie wyboru źródeł finansowania jest teoria wycucia rynku (*Market Timing Theory*) przedstawiona przez M. Bakera i J. Wurglera w 2002 r. [Baker, Wurgler, 2002]. Zgodnie z badaniami, w wyniku których powstała teoria, decyzja w zakresie pozyskania kapitału udziałowego zależy od relacji wartości rynkowej do wartości księgowej spółki. Im wyższa jest różnica między ceną rynkową a wartością księgową oraz wcześniejszą ceną rynkową (akcje spółki są oceniane jako przewartościowane), tym chętniej spółki będą podejmowały decyzje o emisji akcji. Natomiast w sytuacji niskiej ceny rynkowej w porównaniu z wartością księgową (akcje określane jako niedowartościowane) spółki będą skłonne podejmować decyzje o wykupie akcji własnych. Zatem decyzje o wykorzystaniu kapitału własnego zewnętrznego w finansowaniu przedsiębiorstwa zależą również od warunków rynkowych [Duliniec, 2015, s. 78].

1.3. Struktura kapitału w przedsiębiorstwie a struktura finansowania

W naukach ekonomicznych kapitał jest definiowany i rozumiany niejednoznacznie, a zakres pojęciowy terminu „kapitał” zależy od subdyscypliny naukowej w ramach finansów badającej tę kategorię³. Z punktu widzenia finansów przedsiębiorstwa kapitał identyfikowany jest ze źródłami finansowania przedsiębiorstwa ujętymi w bilansie po stronie pasywów. Wielorako są ujmowane również pojęcia „struktura kapitału”, „struktura finansowania” i „struktura pasywów”. Mimo dość powszechnego traktowania dwóch pierwszych terminów jako synonimów, zasadność tego pozostaje kwestią dyskusyjną. Najbardziej jednoznacznym terminem używanym do określenia relacji zachodzących między źródłami finansowania jest „struktura pasywów”, obejmująca wszystkie źródła finansowania przedsiębiorstwa. W literaturze przedmiotu wyróżnić można cztery ujęcia struktury kapitału [Pomykalska, Pomykański, 2007, s. 182–183]:

1. Struktura kapitału jest utożsamiana ze strukturą pasywów bilansu i jest zwana strukturą finansowania. Wskaźnikiem informującym o strukturze kapitału wykorzystywanym w tym podejściu jest wskaźnik ogólnego zadłużenia:

$$\text{wskaźnik ogólnego zadłużenia} = \frac{\text{zobowiązania i rezerwy na zobowiązania}}{\text{aktywa ogółem}}.$$

2. Struktura kapitału jest rozumiana jako struktura kapitału stałego, informuje tylko o podziale kapitału stałego na kapitał własny i zobowiązania długoterminowe (w tym rozumieniu zobowiązania krótkoterminowe nie stanowią elementu struktury kapitału). W tym ujęciu w celu opisu struktury kapitału zastosowanie znajduje wskaźnik zadłużenia długoterminowego:

$$\text{wskaźnik zadłużenia długoterminowego} = \frac{\text{zobowiązania długoterminowe}}{\text{kapitał własny}}.$$

3. Struktura kapitału jest rozumiana jako struktura różnych udziałowych i dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez przedsiębiorstwo.
4. Struktura kapitału obejmuje kapitał własny oraz zobowiązania i rezerwy na zobowiązania, z wyłączeniem zobowiązań wobec dostawców, zobowiązań z tytułu podatków i z tytułu wynagrodzeń, czyli na strukturę kapitału składa się kapitał własny oraz zobowiązania od których jest płacone oprocentowanie.

Poszczególne ujęcia są prezentowane szeroko w polskiej literaturze przedmiotu. A. Duliniec [1998, s. 14] wskazuje, że struktura kapitału różni się od struktury pasywów, ponieważ zobowiązania wobec dostawców, zobowiązania z tytułu podatków oraz z tytułu wynagrodzeń nie tworzą struktury kapitału. Na tej podstawie jest uprawnione wnioskowanie, że terminy „struktura finansowania” i „struktura pasywów” są szersze pojęciowo niż „struktura kapitału”. K. Jajuga

³ Szerzej w: [Pomykalska, Pomykański, 2007, s. 178–179].

i T. Słoński [1998, s. 208] również wskazują na węższe pojęcie terminu „struktura kapitału”, uzasadniając, że kapitał stanowi wyłącznie długoterminowe zestawienie kapitałów własnych i obcych przedsiębiorstwa. W polskiej literaturze przedmiotu obecne jest również podejście nieróżnicujące zakresu znaczeniowego struktury kapitału i struktury pasywów. Zgodnie w prezentowanymi wyżej ujęciami dopuszcza się uznawanie struktury kapitału za tożsamą ze strukturą bilansu, uzasadniając, że przedsiębiorstwa finansują swoje inwestycje również kapitałem obcym krótkoterminowym. A. Bielawska uznaje, że węższe ujęcie struktury kapitału wyklucza możliwość optymalizowania kapitału całkowitego finansującego przedsiębiorstwo [Bielawska, 2000, s. 215]. Podobnie strukturę kapitału ze strukturą finansowania i strukturą bilansu pasywów utożsamia E. Mączyńska [1995, s. 398–403].

W tabeli 1.1 przedstawiono schemat, który prezentuje różnice między strukturą kapitału a strukturą finansowania prezentowane w literaturze przedmiotu.

Tabela 1.1. Ujęcia struktury kapitału

Lp.	Ujęcia struktury kapitału	Związek struktury kapitału ze strukturą finansowania
1.	Struktura kapitału = struktura pasywów	= struktura finansowania
2.	Struktura kapitału = struktura kapitału stałego	< struktura finansowania
3.	Struktura kapitału = struktura wyemitowanych papierów wartościowych	< struktura finansowania
4.	Struktura kapitału = kapitał własny + zobowiązanie obciążone odsetkami	= struktura finansowania – zobowiązania bezodsetkowe

Źródło: [Błach, 2009, s. 89].

Uwzględniając różnorodność ujęć i definicji struktury finansowania oraz struktury kapitału, należy uznać, że zakres pojęciowy struktury finansowania bywa tożsamy z pojęciem struktury kapitału lub jest szerszy.

W tematyce struktury kapitału nie tylko kwestie definicyjne pozostają dyskusyjne. Również znaczenie struktury kapitału dla wartości przedsiębiorstwa było i pozostaje przedmiotem dyskursu naukowego (szerzej podrozdz. 1.4). Relacja między wartością kapitału własnego i kapitału obcego ma m.in. wpływ na poziom ryzyka finansowego (rośnie wraz ze wzrostem wartości długu), wykorzystanie efektu dźwigni i tarczy podatkowej (wzrost wartości kapitału obcego może poprawić rentowność kapitału własnego oraz zmniejszyć obciążenia z tytułu podatku dochodowego). Z kolei wiarygodność i zdolność kredytowa wzrastają wraz ze wzrostem wartości kapitału własnego, co jednak podnosi koszt kapitału. Zatem decyzje w obszarze doboru źródeł finansowania są fundamentalne z punktu widzenia gospodarki finansowej przedsiębiorstwa. Na strukturę kapitału w przedsiębiorstwie wpływa wiele determinant związanych z samym przedsiębiorstwem (wewnętrznych) oraz jego

otoczeniem mezo- i makroekonomicznym (zewnętrznym). Podejmując decyzje w zakresie źródeł finansowania, przedsiębiorstwa kierują się nie tylko ich dostępnością, ale również kosztem, a także własnymi preferencjami związanymi m.in. z przyjętą strategią finansowania. Janusz Ostaszewski [2001, s. 111] do najważniejszych czynników wpływających na kształtowanie się kapitału zalicza: dostępność kapitału, rentowność osiąganą przez spółkę, strukturę aktywów, koszt użycia kapitału, wpływ systemu podatkowego, ryzyko finansowe, politykę właścicielską.

Konkludując, w cytowanej w niniejszym rozdziale literaturze można wskazać następujące czynniki wpływające na strukturę kapitału:

■ **Zewnętrzne:**

- ogólnogospodarcze: dynamika PKB, poziom inflacji, poziom stóp procentowych, faza cyklu koniunkturalnego,
- system podatkowy (poziom obciążeń podatkowych, system ulg, odpisów itp.),
- regulacje prawne w zakresie prowadzenia działalności gospodarczej,
- koniunktura na rynku finansowym oraz poziom jego rozwoju,
- poziom integracji gospodarczej kraju,
- poziom liberalizacji przepływów kapitałowych,
- perspektywy rozwoju sektora, w jakim działa przedsiębiorstwo,
- ryzyko wywołane czynnikami makroekonomicznymi.

■ **Wewnętrzne:**

- rodzaj prowadzonej działalności,
- forma organizacyjno-prawna podmiotu gospodarczego,
- struktura własności (udział Skarbu Państwa, własność skupiona w rękach rodziny, jeden silny inwestor dominujący, inwestor finansowy),
- wielkość podmiotu gospodarczego (mierzona liczbą zatrudnionych, sumą bilansową oraz wartością przychodów),
- skala działalności (lokalna, regionalna, krajowa, międzynarodowa, globalna),
- relacje z dostawcami i odbiorcami,
- struktura aktywów i związany z nią poziom ryzyka operacyjnego,
- poziom zadłużenia,
- kondycja finansowa przedsiębiorstwa,
- styl zarządzania przedsiębiorstwem,
- strategia działania przedsiębiorstwa,
- ryzyko wywołane czynnikami mikroekonomicznymi.

W każdym przedsiębiorstwie wpływ poszczególnych czynników jest inny, każde przedsiębiorstwo podejmuje również decyzje w zakresie struktury kapitału na podstawie określonych przesłanek istotnych z punktu widzenia tego podmiotu gospodarczego. Wskazuje się jednak, że zarządzający przedsiębiorstwami w procesie

podejmowania decyzji nie szukają kompromisu polegającego na równoważeniu korzyści i kosztów związanych ze strukturą kapitału [Duliniec, 2015, s. 79]. Literatura przedmiotu nie wskazuje idealnej relacji w strukturze finansowania. Jednak poszczególne teorie odnoszą się do wpływu struktury na wartość przedsiębiorstwa oraz wpływu zmiany struktury na koszt kapitału.

1.4. Znaczenie struktury kapitału przedsiębiorstwa w świetle teorii finansów

Badania dotyczące struktury kapitału są prowadzone od lat 50. XX wieku, w ich wyniku powstały teorie odnoszące się m.in. do optymalnej struktury kapitału czy wpływu struktury kapitału na wartość przedsiębiorstwa. W zakresie badania problematyki struktury kapitału w literaturze przedmiotu są prezentowane trzy podstawowe nurty: podatkowy, kosztów agencyjnych i kosztów informacyjnych [Duliniec, 2015, s. 74]. Teorie są klasyfikowane również na teorie rynku doskonałego (tzw. teorie rynku statycznego) oraz teorie rynku niedoskonałego (teorie transakcji obciążonych kosztami) [Zawadzka, 2009, s. 90].

Problematyka wpływu struktury kapitału na wartość przedsiębiorstwa oraz na koszt kapitału została podjęta – między innymi – w następujących teoriach:

- Teoria zysku netto (*Net Income Theory*).
- Teoria zysku operacyjnego (*Net Operating Income Approach*).
- Teorie Modiglianiego–Millera.
- Teoria substytucji (statyczna teoria wyboru, *Trade-off Theory*).
- Teoria kosztów agencji / Teoria substytucji uwzględniająca koszty agencji.

Poniżej zostaną zaprezentowane podstawowe założenia tych teorii uwzględniające wpływ – bądź jego brak – struktury kapitału na średni ważony koszt kapitału w przedsiębiorstwie oraz na wartość przedsiębiorstwa. W rozważaniach przyjęto pierwsze, najszersze ujęcie definicyjne struktury kapitału, zgodnie z którym jest ona synonimem struktury pasywów.

Teoria zysku netto (*Net Income Theory*)

Prezentowana jest jako tradycyjne podejście do problematyki struktury kapitału. Zgodnie z teorią zysku netto zmiany struktury kapitału wpływają na średni ważony koszt kapitału (WACC) oraz na wartość przedsiębiorstwa (V_f) [Błach, 2009, s. 92]. Średni ważony koszt kapitału maleje wraz ze wzrostem zadłużenia, a wartość przedsiębiorstwa rośnie. Przy czym założono stały poziom kosztu kapitału własnego (K_e) oraz kosztu kapitału obcego (K_d). Obniżenie średniego ważonego kosztu kapitału wynika z efektu tarczy podatkowej. Przedsiębiorstwa dążą więc do substytucji kapitału własnego kapitałem obcym, by minimalizować średni ważony koszt kapitału [Zawadzka, 2009, s. 90].

Bibliografia

- Ahlers G.K.C., Cumming D., Günther C., Schweizer D. [2015], *Signaling in Equity Crowdfunding*, Entrepreneurship Theory and Practice, t. 39.
- Antkiewicz S. [2002], *Akcje i obligacje w finansowaniu przedsiębiorstw*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa.
- Baker M., Wurgler J. [2002], *Market Timing and Capital Structure*, „The Journal of Finance”, t. LVIII, nr 1.
- Barburski J. [2014], *Kapitały własne jako podstawa bezpieczeństwa działalności gospodarczej na przykładzie przedsiębiorstw WIG20*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 804, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 67, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Bartnik A. [1998], *Obligacje zamienne i obligacje z prawem pierwszeństwa*, Lege Artis Dom Wydawniczy, Kraków.
- Bielawska A. [2000], *Finanse przedsiębiorstwa. Teoria i Praktyka*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Bielawska A. [2001], *Podstawy finansów przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu, Szczecin.
- Bielawska A. [2006], *Finanse zagraniczne MSP. Wybrane problemy*, WN PWN, Warszawa.
- Bielawska A. [2007], *Finansowanie procesu powstawania oraz rozwoju mikroprzedsiębiorstw i małych przedsiębiorstw*, [w:] T. Łuczka (red.), *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Szkice o współczesnej przedsiębiorczości*, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań.
- Bielawska A., Pawłowski M. [2015], *Rynek obligacji korporacyjnych w obliczu zmian legislacyjnych. Przegląd kluczowych rozwiązań w ustawie z dn. 15 stycznia 2015 r. o obligacjach*, [w:] J. Koleśnik (red.), *Rynek kapitałowy*, „Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego Studia i Prace”, nr 3, tom 3 (23), Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.
- Bień W. [2008], *Rynek papierów wartościowych*, Difin, Warszawa.
- Błach J. [2009], *Ewolucja teorii struktury kapitału*, „Finanse”, nr 1 (1), Warszawa,
- Bradford S.C. [2012], *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, „Columbia Business Law Review”, nr 1.
- Brzozowska K. [2008], *Business Angels na rynku kapitałowym*, CeDeWu, Warszawa.
- Buk H., Chrobak G. [2015], *Kapitał rezerwowy i jego rola w stabilizacji sytuacji finansowej spółek kapitałowych*, [w:] A.J. Witosz, J. Wojtyła (red.), „Ekonomiczne Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, nr 240, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice.
- Chojnacka E. [2012], *Struktura kapitału spółek akcyjnych w Polsce w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania*, CeDeWu, Warszawa.
- Choudhry M. [2004], *Corporate Bonds and Structured Financial Products*, Elsevier Butterworth-Heinemann, Oxford.
- Churchill N.C., Lewis V.L. [1983], *The five stage of small business growth*, Harvard Business Review, May.

- Cieślak R. [2016], *Strumienie pieniężne w project finance oraz corporate finance*, [w:] M. Postuła, R. Cieślak (red.), *Projekty inwestycyjne. Finansowanie. Budżetowanie. Ocena efektywności*, Difin, Warszawa.
- Cusatis P., Thomas M. [2005], *Hedging Instrument & Risk Management*, The McGraw-Hill Companies Inc., New York.
- Cwynar W., Patena W. [2010], *Podręcznik do bankowości. Rynki, regulacje, usługi*, Wolters Kluwer sp. z o.o., Warszawa.
- Czekaj J. (red.) [2008], *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, WN PWN, Warszawa.
- Dębski W. [1997], *Akcje, obligacje i ich wycena*, Przedsiębiorstwo Specjalistyczne Absolwent sp. z o.o., Łódź.
- Dębski W. [2007], *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, WN PWN, Warszawa.
- Duliniec A. [1998], *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa.
- Duliniec A. [2001], *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, WN PWN, Warszawa.
- Duliniec A. [2011], *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, PWE, Warszawa.
- Duliniec A. [2015], *Wybór źródeł finansowania a optymalna struktura kapitału w przedsiębiorstwie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 855, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 74 t. 2, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Dziawgo D. [1998], *Credit-rating, ryzyko i obligacje na rynku międzynarodowym*, PWN, Warszawa.
- Dziawgo D. [2004], *Stowarzyszenia indywidualnych inwestorów i kluby inwestycyjne na rynku papierów wartościowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń.
- Dziawgo D. [2007], *Rynek finansowy. Istota, instrumenty, funkcjonowanie*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa.
- Dziuba D.T. [2012] *Rozwój systemów crowdfundingu – modele, oczekiwania i uwarunkowania*, „Problemy Zarządzania”, t. 10, nr 3 (38).
- Fabozzi F.J. [2000], *Rynki obligacji. Analiza i strategie*, Wydawnictwo Finansowe WIG-PRESS, Warszawa.
- Golawska-Witkowska G., Rzczycka A., Zalewski H. [2006], *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz.
- Gompers P.A., Lerner J.L. [1999], *The Venture Capital Cycle*, University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship, <https://ssrn.com/abstract=1496191> (data dostępu 30.09.2017).
- Gradoń W. [2003], *Obligacje w roli instrumentu rynku kapitałowego* [w:] I. Pyka (red.), *Rynek pieniężny i kapitałowy*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice.
- Grasela M. [1999], *Obligacje zamienne na akcje*, Dom Wydawniczy Ostoja, Kraków.
- Grzywacz J. [2007], *Leasing w przedsiębiorstwie*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa.
- Grzywacz J. [2008], *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa.
- Grzywacz J. [2012], *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa.
- Ickiewicz J. [2007], *Zasilanie finansowe przedsiębiorstwa* [w:] J. Szczepański, L. Szyszko (red), *Finanse przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Iwaszczuk N., Szydło S. [2016] *Ewolucja teorii stóp procentowych*, „Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, nr 259, Katowice.
- Jabłoński B. [2014], *Determinanty polityki dywidendy*, *Studia Ekonomiczne*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, nr 117.
- Jajuga K. [2009], *Podstawowe strategie inwestowania*, KNF, Warszawa.
- Jajuga K., Jajuga T. [2008], *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, WN PWN, Warszawa.
- Jajuga T., Słoiński T. [1998], *Finanse spółek: długoterminowe decyzje inwestycyjne i finansowe*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław.
- Janasz K., Janasz W., Wiśniewska J. [2007], *Zarządzanie kapitałem w przedsiębiorstwie*, Difin, Warszawa.
- Jastrzębski J. [2009], *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Wolters Kluwer Polska sp. z o.o., Warszawa.
- Jaworski J. [2010], *Teoria i praktyka zarządzania finansami przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa.

- Jensen M.C. [1968], *The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964*, „Journal of Finance”, nr 23, s. 389–416.
- Jensen M.C., Meckling W.H. [1976], *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, „Journal of Financial Economics”, nr 3, s. 305–360.
- Jerzemowska M. [1999], *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, PWN, Warszawa.
- Kaszubski R., Tupaj-Cholewa A. [2010], *Prawo bankowe*, Wolters Kluwer sp. z o.o., Warszawa.
- Kirby E., Worner S. [2014], *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*, Staff Working Paper of the IOSCO Research Department, DWP3/2014.
- Kołosowska B. [2013], *Finansowanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw ze źródeł pozabankowych*, CeDeWu, Warszawa.
- Kordela D. [2013], *NewConnect – rynek giełdowy dla małych i średnich przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa.
- Kordela D. [2016], *Crowdfunding w Polsce – koncepcja finansowania społecznościowego*, [w:] *Rachunkowość na rzecz zrównoważonego rozwoju. Gospodarka-etyka-środowisko*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 436, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.
- Korol T. [2010], *Systemy ostrzegania przedsiębiorstw przed ryzykiem upadłości*, Wolters Kluwer Polska sp. z o.o., Warszawa–Kraków.
- Kosowska M. [2009], *Finansowanie kredytami i pożyczkami – szanse i zagrożenia*, [w:] A. Bielawska (red.), *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, C.H. Beck, Warszawa.
- Kozuń-Cieślak G. [2012], *Liberalizacja rynków finansowych oraz rozwój światowego rynku kapitałowego – doświadczenia i prognozy*, [w:] G. Kozuń-Cieślak (red.), *Światowy rynek kapitału. Wybrane zagadnienia. Uwarunkowania, doświadczenia, perspektywy*, Difin, Warszawa.
- Kraus A., Litzenberger R.H. [1973], *A State Preference Model of Optimal Financial Leverage*, „Journal of Finance”, t. 28, nr 4, s. 911–922.
- Kredyt bankowy jako źródło finansowania działalności przedsiębiorstw* [2015], NBP, Rzeszów.
- Kropiwnicki J. [2010], *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, LexisNexis sp. z o.o., Warszawa.
- Kudła J. [2011], *Instrumenty finansowe i ich zastosowanie*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa.
- Kulpaka P. [2007], *Giełdy w gospodarce*, PWE, Warszawa.
- Lehmann P. [2007], *Income Investing Today*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken.
- Lemonnier M. [2011], *Europejskie modele instrumentów finansowych*, Wolters Kluwer Polska sp. z o.o., Warszawa.
- Lewandowska L. [2011], *Wybrane koncepcje finansowania innowacyjności*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, „Zeszyty Naukowe”, nr 9, Kraków.
- Lipiec-Warzecha L. [2010], *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Wolters Kluwer Polska sp. z o.o., Warszawa.
- Luenberger D.G. [2003], *Teoria inwestycji finansowych*, WN PWN, Warszawa.
- Łuczka T. [2001], *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie*, WN PWN, Warszawa.
- Łukasik G. (red.) [2004], *Strategie finansowania przedsiębiorstw w sytuacjach ryzykownych*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. K. Adamieckiego w Katowicach, Katowice.
- Łukasik G. [2009], *Podstawy nowoczesnego zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, [w:] A. Bielawska (red.), *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, C.H. Beck, Warszawa.
- Łukasik G. [2010], *Strategie finansowania rozwoju współczesnych przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice.
- Łukasik G. [2016], *Wpływ zmian na rynkach kapitałowych na wybory przedsiębiorstwa*, [w:] G. Łukasik, J. Błach (red.), *Strategie finansowe przedsiębiorstwa wobec zmian na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa.
- Mączyńska E. [1995], *Kapitał, kapitalizacja*, [w:] Pomykało W. (red.), *Encyklopedia biznesu*, Fundacja Innowacja, Warszawa.
- Markowitz H.M. [1952], *Portfolio Selection*, „Journal of Finance”, s. 77–91.
- Matejun M. [2011], *Faza startowa jako strategiczny etap rozwoju przedsiębiorstwa*, [w:] S. Lachiewicz, M. Matejun (red.), *Zarządzanie rozwojem małych i średnich przedsiębiorstw*, Oficyna Wolters Kluwer Business, Warszawa.

- Michalak A. [2007], *Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce*, WN PWN, Warszawa.
- Mishkin F.S. [2001], *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, WN PWN, Warszawa.
- Mobius M. [2012], *Bonds: An Introduction to the Core Concepts*, John Wiley & Sons, Pte.Ltd., Singapore.
- Modigliani F., Miller M.H. [1958], *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, „American Economic Review”, t. 48, nr 3, s. 261–297.
- Modigliani F., Miller M.H. [1963], *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, „American Economic Review”, t. 53, nr 3, s. 433–443.
- MŚP pod lupą, Raport 2011, Europejski Program Modernizacji Polskich Firm.
- Myres S.C. [1984], *The Capital Structure Puzzle*, „Journal of Financial Economics”, t. 5, nr 2, s. 147–175.
- Niczyporuk P., Talecka A. [2011], *Bankowość*, Temida, Białystok.
- Nogalski B., Falencikowski T. [2005], *Aspekty epistemologiczne decyzji finansowych*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Biznes, bankowość i finanse na rynkach wschodzących*, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Ostaszewski J. (red.) [2001], *Zarządzanie finansami w spółce akcyjnej*, Difin, Warszawa.
- Ostaszewski J. (red.) [2013], *Finanse*, Difin, Warszawa.
- Ostaszewski J., Cicirko T., Kreczmańska-Gigol K., Russel P. [2009], *Finanse spółki akcyjnej*, Difin, Warszawa.
- Ostrowska E. [2007], *Rynek kapitałowy. Funkcjonowanie i metody oceny*, PWE, Warszawa.
- Ostrowska E. [2011], *Portfel inwestycyjny klasyczny i alternatywny*, C.H. Beck, Warszawa.
- Pawłowski M. [2015], *Rynek obligacji korporacyjnych w Polsce. Uwarunkowania i perspektywy rozwoju*, CeDeWu, Warszawa.
- Pawłowski M., Pluskota P. [2017], *Klienci korporacyjni*, [w:] M. Klimontowicz (red.), *Bankowość dla praktyków. Europejski Certyfikat Bankowca EFCB 3E*, Związek Banków Polskich, Warszawa.
- Pieloch A. [2011], *Wykup akcji własnych jako sposób obrony przed wrogim przejęciem na przykładzie spółek notowanych na giełdzie*, Acta Universitatis Lodzensis, „Folia Oeconomica”, nr 256, Wydawnictwo UŁ, Łódź.
- Podgórska M., Klimkowska J. [2005], *Matematyka finansowa*, WN PWN, Warszawa.
- Pomykała B., Pomykański P. [2007], *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, WN PWN, Warszawa.
- Porada-Rochoń M. [2013], *Modele decyzji finansowych MŚP w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej w warunkach zaburzeń finansowych*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Szczecin.
- Pruchnicka-Grabias I. (red.) [2008], *Inwestycje alternatywne*, CeDeWu, Warszawa.
- Prusak B. [2012], *Wskaźniki rynku kapitałowego – zastosowanie w wycenach przedsiębiorstw oraz w strategiach inwestycyjnych*, CeDeWu, Warszawa.
- Pyziak-Szefnicka M., Robaczyński W., Kawecka-Stępień M. [2012], *Elementarny kurs prawa cywilnego*, Wolters Kluwer sp. z o.o., Warszawa.
- Quinn R., Cameron K. [1983], *Organizational life-cycles and shifting criteria off effectiveness: some preliminary evidence*, „Management Science”, nr 29, s. 33–51.
- Raport o stanie sektora MSP w Polsce [2016], PARP, Warszawa.
- Richard B., Lata J., Groce J., Walzer N., Harger B., Blanke A. [2014], *Sustainable Funding for Early Stage Small Business in the State of Ingenuity: An Analysis of Business Readiness for Capitalization*, A Report to the United States Economic Development Agency, Northern Illinois University, Center for Governmental Studies
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2012 r. [2014], NBP, Warszawa.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2015 r. [2016], NBP, Warszawa.
- Scott M., Bruce R. [1987], *Five stages of growth in small business*, „Long Range Planning”, t. 20, nr 3.
- Sharpe W.F. [1966], *Mutual Fund Performance*, „Journal of Business”, nr 39, s. 119–138.
- Sierpińska M., Jachna T. [2004], *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, WN PWN, Warszawa.
- Sierpińska M., Jachna T. [2007], *Metody podejmowania decyzji finansowych. Analiza przykładów i przypadków*, WN PWN, Warszawa.
- Skowronek-Mielczarek A. [2007], *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*, C.H. Beck, Warszawa.

- Słowski T. [2012], *Analiza wpływu wspomaganej długiem wykupu akcji (LBO) na wartość spółki*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.
- Sobolewski L. [1999], *Obligacje i inne papiery wartościowe*, C.H. Beck, Warszawa.
- Solarz J.K. [2008], *Zarządzanie ryzykiem systemu finansowego*, WN PWN, Warszawa.
- Sopoćko A. [2010], *Rynkowe instrumenty finansowe*, WN PWN, Warszawa.
- Staniszewska A. [2012], *Usługi leasingowe*, [w:] M.S. Wiatr (red.), *Bankowość korporacyjna*, Difin, Warszawa.
- Stradomski M. [2004], *Zarządzanie strukturą zadłużenia przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Stradomski M. [2010], *Finansowanie obce firm rodzinnych na rynku niedoskonałym*, PWE, Warszawa.
- Szczepankowski P. [2007], *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, WN PWN, Warszawa.
- Szczęśny W. [2012], *Finansowanie inwestycji*, [w:] W. Szczęśny (red.), *Finanse firmy. Jak zarządzać kapitałem*, C.H. Beck, Warszawa.
- Szysko L. [2007], *Teoretyczne i praktyczne podstawy funkcjonowania finansów przedsiębiorstwa*, [w:] J. Szczepański, L. Szysko (red.), *Finanse przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Treynor J.L. [1965], *How to Rate Management of Investment Funds*, „Howard Business Review”, nr 43, styczeń, luty, s. 63–75.
- Turzyński M. [2009], *Umowy leasingu w prawie bilansowym i podatkowym*, Wolters Kluwer sp. z o.o., Warszawa-Kraków.
- Utkin J. [2005], *Obligacje i ich portfele*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa.
- Wasilczuk J.E. [2005], *Wzrost małych i średnich przedsiębiorstw. Aspekty teoretyczne i badania empiryczne*, Politechnika Gdańska, Gdańsk.
- Węclawski J. [1997], *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa.
- Zarębski S. [2013], *Alternatywne formy wypłat inwestorskich w polityce dywidend spółek niepublicznych*, „Zarządzanie i Finanse”, nr 2 cz. 2, Gdańsk.
- Zawadzka D. [2009], *Struktura kapitału przedsiębiorstwa*, [w:] *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, A. Bielawska (red.), C.H. Beck, Warszawa.

Akty prawne

- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks Cywilny (Dz.U. z 1964 r. Nr 16, poz. 93)
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz.U. z 1997 r. Nr 140, poz. 939 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2000 r. Nr 94, poz. 1037).
- Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe (Dz.U. z 2003 r. Nr 60, poz. 535 z późn. zm.)
- Ustawa z dnia 3 czerwca 2005 r. o szczególnych uprawnieniach Skarbu Państwa oraz ich wykonywaniu w spółkach kapitałowych o istotnym znaczeniu dla porządku publicznego lub bezpieczeństwa publicznego (Dz.U. z 2005 r. Nr 132, poz. 1108).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1538).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2005 r. Nr 184, poz. 1539).
- Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz.U. z 2015 r., poz. 238).
- Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe (Dz.U. z 2003 r. Nr 60, poz. 535).
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz.U. z 1997 r. Nr 140, poz. 939).

Źródła internetowe

- www.gpw.pl
www.psk.org.pl
www.investeurope.eu

„Autorzy opracowania w sposób oryginalny i ciekawy przedstawiają zagadnienia związane z problematyką kształtowania gospodarki finansowej przedsiębiorstwa, a w szczególności kwestie dotyczące długoterminowych decyzji finansowych podejmowanych przez jednostki gospodarcze. Postawiony w pracy problem badawczy jest niezwykle istotny dla całego sektora przedsiębiorstw, a tym samym dla gospodarki narodowej jako całości. Właściwie zaplanowana, a następnie konsekwentnie realizowana gospodarka finansowa przedsiębiorstwa jest bowiem warunkiem koniecznym pomyślnego rozwoju każdego podmiotu gospodarczego. Należy podkreślić, że przedmiotem pracy są nie tylko teoretyczne, ale również praktyczne aspekty związane z podejmowaniem długoterminowych decyzji finansowych”.

Z recenzji prof. dra hab. Janusza Ostaszewskiego

Dominika Kordela – doktor nauk ekonomicznych, adiunkt w Katedrze Finansów Przedsiębiorstwa na Wydziale Zarządzania i Ekonomiki Usług Uniwersytetu Szczecińskiego. Autorka kilkudziesięciu publikacji naukowych. Działalność naukową i dydaktyczną koncentruje na zagadnieniach związanych z rozwojem rynku finansowego i instrumentów finansowych oraz z tematyką finansowania przedsiębiorstw.

Maciej Pawłowski – doktor nauk ekonomicznych w dyscyplinie ekonomia o specjalności finanse i rynki finansowe. Adiunkt w Katedrze Finansów Przedsiębiorstwa na Wydziale Zarządzania i Ekonomiki Usług Uniwersytetu Szczecińskiego. Zainteresowania naukowe koncentruje na problemach finansów przedsiębiorstwa oraz zagadnieniach związanych z szeroko pojmowanymi uwarunkowaniami rozwoju rynku finansowego w Polsce. Autor kilkudziesięciu publikacji naukowych poświęconych szeroko pojętej tematyce finansów.

Wydawnictwo edu-Libri jest oficyną wydawniczą publikacji naukowych i edukacyjnych.

Współpracujemy z profesjonalnymi redaktorami merytorycznymi i technicznymi z dużym doświadczeniem w przygotowywaniu publikacji specjalistycznych. Stawiamy na jakość łązoną z nowoczesnością, a najważniejsze dla nas są przyjemność współtworzenia i satysfakcja z dobrze wykonanego zadania.

Nasze publikacje (drukowane i elektroniczne) są dostępne w księgarniach stacjonarnych i internetowych oraz w czytelnich on-line ibuk.pl, osbi.pl i nasbi.pl - szczególnie na stronie wydawnictwa.

