

Jolanta Gadawska
Uniwersytet Wrocławski

Cele długoterminowych decyzji finansowych

JEL Classification: G32

Keywords: financial decisions, the objectives of financial decisions, the criterion of flow, resulting criterion, the efficiency of financial decisions.

Abstract

Objectives of the long-term financial decisions

The main goal of the article is to characterise different types of financial decisions taken by companies, with special insight into long-term financial decisions. The article presents main theories of financial decisions, goals of financial management and types of decisions in financial management field. The main measures of the effectiveness of financial decisions are the cost of capital and the degree of leverage. The rate of return on invested capital must be higher than the cost of capital provided. Maximizing business value is the overriding long term goal of the decisions taken by its owners. Decisions made in companies are reviewed by the capital market. We can state that effectiveness of financial (capital) decisions depends on the efficiency of investment decisions, and vice versa. A basic condition for making rational decisions is a conduct in accordance with the objective function. Therefore, the new economic approach primarily aims to maximize the wealth of the owners, which means the company achieves the optimal level in particular circumstances.

Wstęp

Decyzje finansowe wiążą się z wyborem źródeł finansowania działalności bieżącej (operacyjnej) i rozwojowej (inwestycyjnej) przedsiębiorstwa. Ich przedmiotem jest pozyskiwanie kapitałów. Dotyczą one wykorzystania wypracowanego przez firmę zysku, zaciągania i spłaty kredytów oraz pożyczek i tworzenia optymalnej struktury kapitałowej. Podstawowymi miernikami efektywności podejmowanych decyzji finansowych są koszt kapitału oraz stopień dźwigni finansowej. Stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału musi być wyższa od kosztu kapitału pozyskanego. Maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa dla jego właścicieli jest nadrzędnym długoterminowym celem podejmowanych decyzji. Decyzje podejmowane w przedsiębiorstwach weryfikują się na rynku kapitałowym.

Efektywność decyzji finansowych (kapitałowych) jest uzależniona od efektywności decyzji inwestycyjnych i odwrotnie. Podstawowym warunkiem podejmowania racjonalnych decyzji jest przyjęcie funkcji celu, realizacja zgodnie z funkcją celu. Dlatego też nowe podejście ekonomiczne stawia sobie za cel podstawowy maksymalizację bogactwa właścicieli, czyli wartość firmy ma osiągnąć w danych warunkach optymalny poziom.

1. Wprowadzenie do teorii decyzji finansowych

Decydowanie jest to świadomy i nielosowy wybór jednego z wariantów działania. Podejmowanie decyzji może być rozumiane jako akt lub proces. Proces decyzyjny jest pojęciem szerszym i dotyczy:

- rozpoznania i zdefiniowania istoty sytuacji decyzyjnej;
- zidentyfikowania alternatywnych możliwości działania;
- wyboru najlepszej możliwości i jej realizację;
- podejmowania decyzji przez menedżerów stosownie do panującej sytuacji.

Decydowanie wiąże się z zarządzaniem, jest jego częścią. Zarządzanie jest zestawem działań obejmujących planowanie, podejmowanie decyzji, organizowanie i przewodzenie (kierowanie ludźmi) i kontrolowanie. Sprawny system zarządzania wymaga podejmowania właściwych decyzji. „Właściwe” oznacza przynoszące wymierne efekty.

Procesy finansowe (w wymiarze szerszym) utożsamiane są z procesami i zjawiskami występującymi na rynku pieniężnym i kapitałowym. W literaturze przedmiotu finanse oznaczają rynek pieniężny i kapitałowy, inwestycje i zarządzanie finansami¹.

Finanse, procesy finansowe (w wymiarze węższym) dotyczą danego przedsiębiorstwa. Finansami są zjawiska i procesy finansowe zachodzące w przedsiębiorstwie².

Finansowanie można podzielić na bierne, które polega na pozyskiwaniu kapitału, i czynne (szersze znaczenie), oznaczające wszelkie działania zmierzające do pozyskiwania kapitału długo- i krótkoterminowego, w tym czynności zmierzające do utrzymania płynności, wyboru metod regulowania wydatków, wyboru lokowania przejściowo wolnych środków oraz sporządzania dokumentacji i sprawozdań finansowych.

Finansowanie jest wewnętrznym złożonym procesem dokonywania zmian w kapitałach (pieniężnych i niepieniężnych)³.

¹ E.F. Brigham, J.F. Houston, *Podstawy zarządzania finansami*, Warszawa 2005, s. 53.

² J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Warszawa 2008, s. 13.

³ D. Korenik, S. Korenik, *Podstawy finansów*, Warszawa 2004, s. 14.

Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa polega na pozyskiwaniu źródeł finansowania działalności firmy (określanych mianem kapitałów) oraz lokowaniu ich w składnikach majątkowych w sposób pozwalający na realizację strategicznego celu finansowego, jakim jest maksymalizowanie korzyści przypadających udziałowcom (właścicielom) firmy oraz wzrost wartości firmy. Zarządzanie finansami zatem dokonuje się za pomocą decyzji odnośnie do pozyskania źródeł finansowania (gromadzenie kapitałów), a z drugiej strony lokowania tego kapitału w składnikach majątkowych firmy (wydatkowanie kapitałów). Dotyczy więc dwóch sfer. Pierwsza obejmuje zarządzanie strukturą finansową (kapitałową — pasywami), które polega na podejmowaniu decyzji w zakresie pozyskania kapitałów, a w szczególności relacji między kapitałami własnymi a kapitałami pożyczonymi (długiem). Decyzje o zwiększeniu kapitałów własnych powodują zwiększenie udziału w finansowaniu aktywów najbardziej stabilnych źródeł finansowania, zmuszają jednak na przykład do rozdrobnienia i zmiany struktury akcjonariatu, powodują wzrost kosztów w wyniku pojawienia się kosztów emisji. Decyzje zaś o zwiększeniu kapitałów pożyczonych wiążą się z rozwiązaniem problemu dotyczącego ustalenia, w jakim stopniu będzie to kapitał długoterminowy, a w jakim krótkoterminowy; ma to znaczenie dla rozmiarów ponoszonych kosztów obsługi zadłużenia oraz wiąże się z trafnością planowania potrzeb finansowych.

Druga sfera to zarządzanie strukturą majątkową (aktywami). Celem podejmowanych tu decyzji jest zwiększanie bądź zmniejszanie wielkości poszczególnych rodzajów aktywów (aktywów trwałych, aktywów obrotowych); decyzja o zwiększeniu majątku często skutkować będzie wzrostem potencjału wytwórczego firmy, ale wiązać się będzie z koniecznością pozyskania dodatkowych źródeł finansowania; decyzja zaś o zmniejszeniu majątku w wyniku jego upłynnienia umożliwi wzrost środków finansowych, ale może ograniczyć potencjał wytwórczy firmy.

Czas, ryzyko i decyzje finansowe są podstawowymi kategoriami, na których opiera się współczesna teoria zarządzania finansowego — teoria finansów firmy⁴.

Zadania zarządzania finansami to: planowanie finansowe (budżetowanie), realizacja planu finansowego (zapewnienie finansowania), kontrola (*controlling* realizacji planów finansowych).

Odpowiednie zarządzanie zasobami finansowymi jest czynnikiem wspomagającym realizację pozostałych dziedzin zarządzania, w tym zarządzania strategicznego, zarządzania projektami inwestycyjnymi i zarządzania operacyjnego⁵.

Cele zarządzania finansami:

a) respektowanie postulatu równowagi gospodarczej — warunkiem przetrwania i rozwoju przedsiębiorstwa jest osiągnięcie zysku;

⁴ J. Czekaj, Z. Dresler, *op. cit.*, s. 9.

⁵ *Encyklopedia zarządzania*, http://mfiles.pl/pl/index.php/Kategoria:Zarz%C4%85dzanie_finansami.

- b) maksymalizacja bogactwa właścicieli;
- c) zachowanie płynności — zdolności do pokrycia zobowiązań z majątku obrotowego;
- d) zachowanie wypłacalności, która dotyczy działalności inwestycyjnej i wiąże się z możliwościami spłaty zobowiązań długoterminowych.

Wypłacalność zawsze jest związana z płynnością finansową. Utrata lub osłabienie płynności bieżącej zagraża zdolności do generowania zysku, ponieważ pogarsza się rentowność działalności. Kolejnym problemem jest zmniejszanie się elastyczności działania przy podejmowaniu decyzji. Istnieje też groźba wycofania udziałów przez inwestorów i pogarsza się sytuacja podmiotu na rynku⁶.

Efektywnemu podejmowaniu decyzji odnośnie do zarządzania finansami służą takie podstawowe zasady:

- czas to pieniądz;
- awersji do ryzyka;
- zależności zwrot-ryzyko;
- analiz opartych na przepływach pieniężnych;
- przyrostu zysku i przepływów pieniężnych;
- wyboru;
- wariantowania⁷.

2. Typy decyzji w zarządzaniu finansami

Zarządzanie finansami jest procesem podejmowania trzech typów decyzji: operacyjnych, inwestycyjnych i finansowych. Podział ten wynika bezpośrednio z podziału, który obowiązuje w rachunku przepływów pieniężnych (*cash flow*).

Decyzje operacyjne obejmują zarządzanie bieżącymi wynikami finansowymi, czyli przychodami, kosztami, zyskiem oraz bieżącymi przepływami pieniężnymi i płynnością finansową podmiotu gospodarczego. Do decyzji operacyjnych zalicza się:

- a) ustalenie programu sprzedaży, produkcji oraz bieżących zakupów materiałów i towarów;
- b) zaplanowanie poziomu rentowności sprzedaży;
- c) ustalenie sposobu pokrywania zobowiązań bieżących;
- d) ustalenie zasad kredytowania odbiorców;
- e) określenie bieżących nadwyżek środków pieniężnych i ustalenie miejsc ich krótkoterminowego lokowania⁸.

⁶ J. Czekaj, Z. Dresler, *op. cit.*, s. 173.

⁷ P. Szczepankowski, *Podstawy zarządzania finansami*, wykład pierwszy — studia zaoczne rok II, www.wszim-sochaczew.edu.pl.

⁸ A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, Warszawa 2000, s. 17.

Decyzje inwestycyjne związane są z dziedziną alokacji (wykorzystanie) kapitałów. Do tej grupy decyzji zalicza się: decyzje o przedsięwzięciach w zakresie rzeczowych aktywów trwałych, decyzje o przedsięwzięciach w zakresie finansowych aktywów trwałych i finansowych aktywów obrotowych.

Przedmiotem decyzji finansowych jest wybór źródeł finansowania działalności bieżącej (operacyjnej) i rozwojowej (inwestycyjnej) przedsiębiorstwa. Innymi słowy, są to decyzje o pozyskiwaniu kapitałów. Do decyzji finansowych zalicza się decyzje o pozyskaniu dodatkowego kapitału własnego; decyzje o wykorzystaniu wypracowanego przez firmę zysku; decyzje o zaciągnięciu kredytów i pożyczek oraz decyzje tworzące tak zwaną optymalną strukturę kapitałową.

Podstawowymi miernikami oceniającymi efektywność podejmowanych decyzji finansowych są koszt kapitału oraz stopień dźwigni finansowej⁹.

Decyzje finansowe, zgodnie z podziałem przepływowym (wynikającym z rachunku przepływów pieniężnych), można podzielić na:

a) decyzje powodujące wpływ środków i zwiększenie kapitałów:

- zaciągnięcie kredytów w bankach,
- zaciągnięcie pożyczek w innych instytucjach,
- emisja dłużnych papierów wartościowych dla innych instytucji finansowych,
- zwiększenie stanu zobowiązań podporządkowanych,
- wpływy netto z emisji akcji i dopłat do kapitału,
- inne pływy finansowe;

b) decyzje powodujące odpływ środków i zmniejszenie wartości kapitałów:

- spłaty kredytów,
- spłaty pożyczek,
- wykup dłużnych papierów wartościowych,
- z tytułu innych zobowiązań finansowych,
- płatności z tytułu umów leasingu finansowego,
- zmniejszenie stanu zobowiązań podporządkowanych,
- dywidendy i inne wypłaty na rzecz właścicieli,
- inne wydatki z tytułu podziału zysku,
- nabycie akcji własnych,
- inne wydatki finansowe¹⁰.

Działalność finansowa dotyczy pozyskiwania i spłaty kapitałów (pasywów), czyli długów. Są to transakcje zawierane z akcjonariuszami, bankami, wierzycielami.

Zasadą nadrzędną, która decyduje o uznaniu wpływów i wydatków, jest zasada kasowa.

W rachunku przepływów pieniężnych nie obowiązuje zasada ostrożnej wyceny, memoriału i współmierności, które nakazują uwzględnienie wszystkich, nawet prawdopodobnych przychodów i kosztów, także gdy nie zostały zapłacone.

⁹ P. Szczepankowski, *op. cit.*

¹⁰ Załącznik 1 do Ustawy o rachunkowości 29 września 1994 roku (Dz.U. z 1994 r., Nr 121, poz. 591 późniejszymi zmianami).

Zarówno decyzje operacyjne, inwestycyjne, jak i finansowe są ważne w osiągnięciu celów przedsiębiorstwa. Można jedynie mówić o pewnym następstwie czasowym ich podejmowania. Proces zarządzania finansami rozpoczyna się od sformułowania potrzeb, a więc możliwości, szans rozpoczęcia działalności, i trwa w czasie decydowania o zmianach struktury i poziomu aktywów. Oczywiście zamierzenia te są konfrontowane z możliwościami i warunkami ich finansowania (w tym z możliwościami pozyskania nowych źródeł finansowania)¹¹.

Decyzje inwestycyjne (określenie potrzeb) warunkują podejmowanie decyzji finansowych. Zgromadzony kapitał pozwala na powtórne podjęcie decyzji inwestycyjnych, a później również operacyjnych, które warunkują realizację podstawowych działań danego podmiotu (wiązanym z obrotem zapasami, wynagrodzeniami itd.). Decyzje operacyjne mają wpływ na wyniki i przepływy. Kształtując koszty, przychody, warunkujemy wynik finansowy, który jest częścią kapitału własnego, oddziałujemy więc na strukturę kapitału. Wysoka wartość dodatnich przepływów z działalności operacyjnej daje możliwość podejmowania nowych decyzji inwestycyjnych (rysunek 1).

Tak więc, decyzje inwestycyjne kształtują wielkość i strukturę rzeczowych aktywów niezbędnych do prowadzenia działalności gospodarczej. Co oznacza, że ich rezultatem są inwestycje rzeczowe. Decyzje inwestycyjne obejmują swym zakresem także oddziaływanie na wielkość i strukturę aktywów finansowych (inwestycje finansowe). Decyzje inwestycyjne dotyczą wykorzystania kapitału.

Decyzje finansowe dotyczą pozyskania źródeł finansowania tych aktywów (ich rozmiarów, rodzajów i struktury), są to decyzje o gromadzeniu kapitału¹². Łączą się z wyborem rodzajów i struktury źródeł finansowania oraz dotyczą określenia na podstawie oceny efektywności źródeł finansowania i ryzyka z nim związanego: wartości niezbędnych kapitałów, kosztu alternatywnych metod finansowania projektowanej inwestycji oraz struktury kapitału, w tym udziału kapitału własnego powstałego w drodze reinwestowania zysku.

Między decyzjami inwestycyjnymi i finansowymi zachodzi ścisły związek. Koszt pozyskania kapitału musi być niższy od stopy zwrotu z inwestycji przy założonym poziomie ryzyka¹³.

3. Podział decyzji finansowych

Decyzje finansowe są podejmowane na podstawie różnego rodzaju wcześniejszych decyzji, umów, rachunków, kalkulacji i wyliczeń. Ich poprawność determinuje trafność i skuteczność decyzji finansowych.

¹¹ J. Czekaj, Z. Dresler, *op. cit.*, s. 15.

¹² *Ibidem*, s. 14.

¹³ D. Korenik, S. Korenik, *op. cit.*, s. 176.

Decyzje finansowe można podzielić na krótkoterminowe, związane z bieżącą działalnością przedsiębiorstwa i zapewniające jego przetrwanie (szczególną rolę odgrywają tu decyzje związane z kształtowaniem płynności finansowej), i długoterminowe (rozwojowe), dotyczące wyborów umożliwiających efektywne funkcjonowanie przedsiębiorstwa w dłuższej perspektywie; szczególnie ważne są tu decyzje dotyczące pomnażania kapitału przez jak najefektywniejsze inwestowanie.

Drugi obszar decyzji wymaga uwzględnienia kategorii czasu i związanej z tym zmiennej wartości pieniądza w czasie w rachunku ekonomicznym (zarówno kapitałodawcy, jak i kapitałobiorcy). Łączy się to z koniecznością wyróżnienia stopy dyskontującej przyszłe wpływy i wydatki przedsiębiorstwa, pozwalającej na uwzględnienie w wyborach oczekiwanej stopy zwrotu, kosztów utraconych korzyści alternatywnych wyborów, ryzyka transakcji, oczekiwań inflacyjnych, niejednoznaczności uzyskiwanych efektów i ponoszonych nakładów w różnych okresach¹⁴.

Decyzje finansowe krótkoterminowe można nazwać decyzjami bieżącymi, jeśli dotyczą okresu do jednego roku. Celem tych decyzji jest uzyskiwanie jak największych efektów przy istniejącym profilu działalności i prawie niezmienniej strukturze kapitałowej. Decyzje długoterminowe — strategiczne — polegają na podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Finansowymi będą więc wszystkie decyzje związane z gromadzeniem, spłatą, wykorzystaniem kapitału na działalność operacyjną i inwestycyjną. Podejmuje się je na podstawie przepływów pieniężnych z rachunku CF i stanowią one podstawę do stworzenia planowanego rachunku przepływów pieniężnych.

Decyzje finansowe mają swoje odzwierciedlenie w bilansie. Aktywa trwałe (ich wartość i zmiany) tworzą dziedzinę decyzji inwestycyjnych, aktywa obrotowe stanowią obszar decyzji operacyjnych, a kapitały własny i obcy oraz rezerwy to decyzje finansowe.

Cele decyzji finansowych, podobnie jak same decyzje, można podzielić na długoterminowe i krótkoterminowe.

Cele długoterminowe dotyczą efektywnego wykorzystania (inwestowania) zgromadzonego kapitału. Stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału musi być wyższa od kosztu kapitału pozyskanego. Maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa dla jego właścicieli jest nadrzędnym długoterminowym celem podejmowanych decyzji.

Cele krótkoterminowe związane są z bieżącą działalnością przedsiębiorstwa i zapewniają jego przetrwanie. Celem jest odpowiednie z kształtowaniem płynności finansowej. Zachowanie dodatnich przepływów pieniężnych oraz kapitału obrotowego netto na odpowiednim poziomie (wyższym od zera).

¹⁴ *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, red. A. Bielawska, Warszawa 2009.

4. Decyzje finansowe a gospodarka finansowa

Decyzje finansowe związane są z gospodarką finansową przedsiębiorstwa. Gospodarka finansowa jest to działalność polegająca na gromadzeniu i wydatkowaniu środków pieniężnych. Gospodarka finansowa przedsiębiorstwa reguluje płynność finansową przedsiębiorstwa, funkcjonując w trzech podstawowych obszarach decyzyjnych: zarządzania kapitałem, zaopatrzenia w kapitał, zastosowania kapitału (inwestycji)¹⁵.

Celem zarządzania kapitałem jest osiągnięcie nadwyżki dochodów nad wydatkami oraz wpłat nad wypłatami, przygotowanie i podejmowanie działań sprzyjających utrzymaniu przez przedsiębiorstwo płynności krótkoterminowej, a także osiągnięcie i utrzymanie płynności długoterminowej. Zaopatrzenie w kapitał obejmuje działania, których efektem jest wprowadzenie do przedsiębiorstwa niezbędnych środków. Zastosowanie kapitału jest zespołem czynności zmierzających do wykorzystania gromadzonych środków. Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa można zatem utożsamić z gospodarką finansową przedsiębiorstwa.

Decyzje finansowe mogą być definiowane jako decyzje dotyczące pozyskiwania kapitału długo- i krótkoterminowego, w tym decyzje zmierzające do utrzymania płynności, wyboru metod regulowania wydatków, wyboru lokowania przejściowo wolnych środków oraz sporządzania dokumentacji i sprawozdań finansowych. Dotyczą one również działań zmierzających do pomnażania kapitału. W związku z tym decyzje te oddziałują na decyzje operacyjne i inwestycyjne. Tym samym wynikowo dotyczą przychodów i kosztów podmiotu. Przede wszystkim jednak ze względu na możliwość osiągnięcia korzyści ekonomicznych i pomnażanie kapitału oraz ponoszenie kosztów odsetkowych związanych z wykorzystaniem kapitału obcego decyzje finansowe są nierozzerwalne z wynikami finansowymi (rachunek zysków i strat).

Rozpatrując stany i zmiany w stanach kapitałowych (oraz w aktywach, ze względu na inwestowanie), mamy do czynienia ze statycznym rozumieniem decyzji finansowych. Wyniki i przepływy są pozycjami zrealizowanymi w czasie powstałymi z „ruchu” podmiotu, pozycjami dynamicznymi. Dlatego jest to dynamiczny obszar decyzji finansowych (rysunek 1).

Kryterium wynikowe pozwala wyodrębnić decyzje finansowe dotyczące:

- a) kontroli, planowania i oddziaływania na przychody finansowe:
 - sprzedaż papierów wartościowych (po jak najwyższej cenie),
 - zwiększanie wartości papierów wartościowych długoterminowych,
 - odsetki od należności, pożyczek udzielonych innym podmiotom,
 - dyskont otrzymanych (od weksli obcych, w których posiadaniu znajduje się przedsiębiorstwo),
 - rozwiązanie niektórych rezerw,

¹⁵ H. Błoch, *Decyzje finansowe*, Warszawa 1993, s. 13.

- z tytułu różnic kursowych dodatnich;
- b) kontroli, planowania i oddziaływania na koszty finansowe:
 - wyksięgowanie wartości księgowej sprzedawanych papierów wartościowych,
 - obniżanie wartości papierów wartościowych,
 - odsetki od kredytów, pożyczek, które przedsiębiorstwo płaci,
 - dyskonta zapłacone lub do zapłaty,
 - tworzenie niektórych rezerw,
 - różnice kursowe ujemne.

Przyjmując za podstawę kryterium wynikowe, decyzje finansowe dotyczą obrotu papierami wartościowymi, korzyści i kosztów ponoszonych z tytułu posiadania takich papierów oraz rezerw tworzonych i rozwiązywanych z tytułu operacji finansowych (operacji odsetkowych).

Narzędziami ekonomicznymi istotnymi w procesie podejmowania decyzji finansowych są analiza sytuacji finansowej i planowanie finansowe.

Trafność decyzji finansowych zależy od wielu uwarunkowań wewnętrznych, w tym od kwalifikacji pracowników, ale też od uwarunkowań zewnętrznych, na które przedsiębiorstwo nie ma wpływu, lecz powinno się do nich dostosować¹⁶.

Do uwarunkowań zewnętrznych zalicza się: koniunktura gospodarcza, inflacja, polityka fiskalna i monetarna państwa, interwencjonizm państwowy.

Decyzje finansowe są najczęściej podejmowane przez dyrektora finansowego. Na podstawie sprawozdań finansowych dokonuje on analizy finansowej, planuje i zarządza strukturą aktywów, planuje i zarządza strukturą finansową firmy — strukturą kapitałową.

Analiza finansowa pozwala określić sytuację finansową firmy na dany moment, ocenić potencjał produkcyjny oraz ustalić ze znacznym wyprzedzeniem, kiedy będzie potrzebne dodatkowe finansowanie.

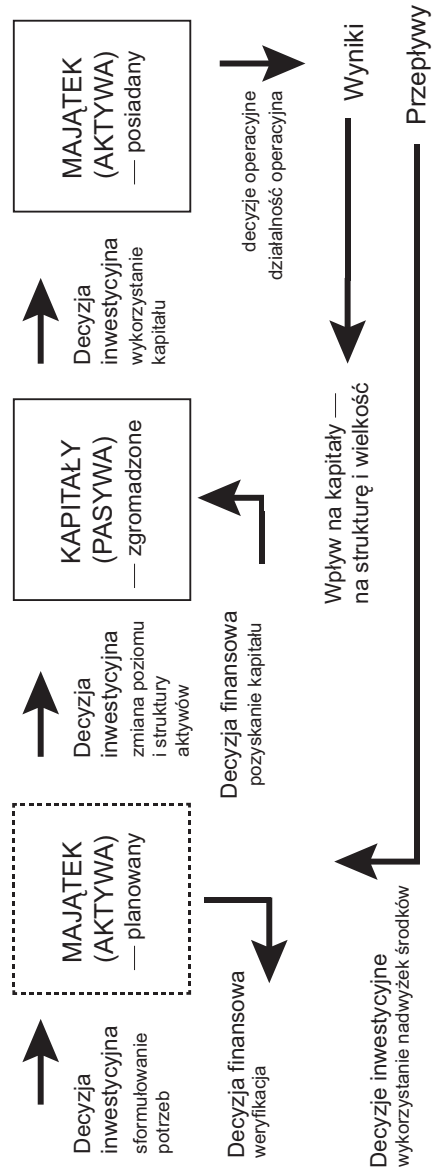
Kształtowanie struktury aktywów polega na ustalaniu proporcji różnego rodzaju aktywów wykazywanych w bilansie. Na podstawie informacji zawartych w pasywach określa się najwłaściwszą proporcję długo- i krótkoterminowego finansowania firmy. Decyzje te wpływają na rentowność i płynność danego przedsiębiorstwa. Wybiera się najlepsze z możliwych źródeł finansowania¹⁷.

Aby prześledzić zmiany sytuacji finansowej podmiotu — przepływ funduszy — można sporządzić arkusze robocze, czyli sprawozdania ze zmian w sytuacji finansowej.

Decyzje podejmowane w przedsiębiorstwach są weryfikowane przez rynek kapitałowy. Efektywność decyzji finansowych (kapitałowych) jest uzależniona od efektywności decyzji inwestycyjnych i odwrotnie.

¹⁶ W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Warszawa 1996, s. 19.

¹⁷ N.A. Skov, *Finanse i zarządzanie, amerykańskie propozycje dla polskich firm prywatnych*, Warszawa 1991, s. 55.



Rys. 1. Decyzje finansowe w procesie zarządzania finansami

Źródło: opracowanie własne.

5. Współczesne teorie celu

Tradycyjna teoria mikroekonomii uznawała zysk — jego maksymalizację — za cel podstawowy, warunkujący przetrwanie przedsiębiorstwa. W tym tradycyjnym ujęciu nie uwzględniono ryzyka, nierozłącznie związanego z inwestycjami rozwojowymi, które musi być zaakceptowane przez właścicieli przedsiębiorstwa i potencjalnych nowych inwestorów.

Zysk netto ustalany jest memoriałowo. To znaczy, że wszystkie przychody i koszty zaksięgowane mają wpływ na jego wartość — bez względu na to, czy zostały poniesione i otrzymane. Tak więc, może się to wiązać z należnościami niekoniecznie uregulowanymi przez kontrahentów lub ze zobowiązaniami, z których zapłatą może się jednostka ociążać. Podstawowym warunkiem podejmowania racjonalnych decyzji jest przyjęcie, realizacja zgodnie z funkcją celu. Dlatego też nowe podejście ekonomiczne stawia sobie za cel podstawowy maksymalizację bogactwa właścicieli, co oznacza, że wartość firmy ma osiągnąć w danych warunkach optymalny poziom. Realizuje się to za pomocą wypłaty dywidend lub wzrost rynkowej wartości akcji przedsiębiorstwa. Suma wypłaconych dywidend i wartości wynikającej ze wzrostu rynkowej ceny akcji stanowi łączny dochód właścicieli¹⁸.

Wartość przedsiębiorstwa jest określana wielością strumienia dochodów, jaki to przedsiębiorstwo przynosi swojemu właścicielowi¹⁹.

W funkcji celu należy uwzględnić czas, gdyż nakłady i efekty ponoszone i uzyskiwane w różnych okresach nie mają tej samej wartości. Wcześniejsze mają wartość wyższą.

Im wyższa wartość rynkowa przedsiębiorstwa, tym łatwiej i szybciej można dotrzeć do kapitałów zewnętrznych, reprezentowanych przez inwestorów kapitałowych i finansowych, oraz do wysoko wykwalifikowanych pracowników — zasobów niezbędnych do zapewnienia siły dochodowej podmiotu.

Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa stało się nowym paradygmatem, którego realizacja przynosi wyobrażenie o długoterminowych perspektywach przedsiębiorstwa. Koncepcja znana pod nazwą *Shareholder Value* opiera się na wolnych przepływach pieniężnych i koszcie kapitału. Dyskonto (stopa dyskontowa), w tej koncepcji, umożliwia ocenę przyszłych zdarzeń, zysków i przepływów pieniężnych. Stopa dyskontowa utworzona jest na podstawie obserwacji rynków kapitałowych i za jej pomocą określa się alternatywny koszt kapitału akcyjnego inwestora na rynku. W związku z tym można oszacować, ile dane przedsiębiorstwo musi zarobić, aby uzasadnić wykorzystanie zaangażowanego kapitału.

Wartość dla akcjonariuszy (*Shareholder Value*) jest sposobem pomiaru wyników działalności i techniką analizy podmiotów gospodarczych.

¹⁸ D. Korenik, S. Korenik, *op. cit.*, s. 168.

¹⁹ J. Czekał, Z. Dresler, *op. cit.*, s. 18.

Warunkiem sukcesu ekonomicznego przedsiębiorstwa jest właściwe zarządzanie finansami, wykorzystujące współczesną, teoretyczną i praktyczną wiedzę z tego zakresu. Racjonalnie funkcjonujący inwestor — przyszły właściciel — będzie lokować fundusze w te przedsiębiorstwa, które przynoszą największy dochód (najwyższą stopę dochodu do wyłożonego kapitału). Trzeba podkreślić, iż inwestor działa w warunkach niepewności. Nabywając przedsiębiorstwo, nabywa również roszczenia co do przyszłych dochodów przedsiębiorstwa. Niechęć do ponoszenia ryzyka powoduje, że kupujący aktywa w różnym stopniu obciążone ryzykiem domagają się z tego tytułu odpowiedniej rekompensaty. Aktywa obciążone ryzykiem będą nabywane, gdy oczekiwana stopa dochodu będzie odpowiednio wyższa. Jak widać, podejmujący decyzje kierują się dwoma parametrami — oczekiwaną stopą dochodu i ryzykiem.

6. Wnioski

Wartość firmy jest właściwym kryterium wszystkich decyzji, których konsekwencje mają charakter finansowy — wpływają na strumienie pieniężne dochodów i wydatków.

Zysk nie uwzględnia zmiany wartości pieniądza w czasie, ryzyka i inflacji i nie powinien być miernikiem oceny działalności przedsiębiorstwa. Należy pamiętać jednak, że dywidenda ogranicza rozmiary reinwestowanego zysku, może to skutkować zmniejszeniem efektywności funkcjonowania przedsiębiorstwa w przyszłości, a nawet prowadzić do spadku jego wartości rynkowej (spadku wartości rynkowej aktywów netto).

Wzrost wartości przedsiębiorstwa przy jak najlepszym wykorzystaniu jego zasobów finansowych staje się kluczową kwestią decyzji finansowych. Decyzje inwestycyjne maksymalizujące wartość przedsiębiorstwa będą podejmowane tylko wówczas, jeśli decyzje finansowe związane pozyskaniem kapitału będą efektywne.

Bibliografia

- Bień W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 1996.
- Błoch H., *Decyzje finansowe*, CIM, Warszawa 1993.
- Brigham E.F., Houston J.F., *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 2005.
- Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2008.
- Encyklopedia zarządzania*, http://mfiles.pl/pl/index.php/Kategoria:Zarz%C4%85dzanie_finansami.
- Korenik D., Korenik S., *Podstawy finansów*, PWN, Warszawa 2004.
- Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, red. A. Bielawska, C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Rutkowski A., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000.
- Skov N.A., *Finanse i zarządzanie, amerykańskie propozycje dla polskich firm prywatnych*, Placet, Warszawa 1991.

- Szczepankowski P., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Podstawy teoretyczne, przykłady i zadania*, WSPiZ, Warszawa 2004.
- Szczepankowski P., *Podstawy zarządzania finansami*, wykład pierwszy — studia zaoczne rok II, www.wszim-sochaczew.edu.pl.
- Ustawa o rachunkowości 29 września 1994 roku (Dz.U. z 1994 r. Nr 121, poz. 591 z późniejszymi zmianami).