

Leszek Kędzierski*

Determinanty oddziaływania inwestycji finansowych na maksymalizację wartości rynkowej przedsiębiorstwa

Wprowadzenie

Zarządzanie finansami odbywa się w przedsiębiorstwach o różnych formach organizacyjno-prawnych. W jego sferze przedsiębiorstwo powinno wyznaczyć swój główny cel, który jest składnikiem strategii rozwoju przedsiębiorstwa. Może nim być maksymalizacja wartości rynkowej kształtowana przez różne instrumenty, w tym przez inwestycje finansowe. W procesie tej maksymalizacji mogą występować zróżnicowane czynniki wpływu inwestycji finansowych. Celem niniejszego artykułu jest ich identyfikacja oraz przedstawienie.

Określono następujący problem badawczy: Czy maksymalizacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa jest kształtowana przez determinanty wewnętrzne i zewnętrzne oddziaływania inwestycji finansowych? Natomiast postawiona hipoteza ma brzmienie: Maksymalizacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa jest kształtowana przez determinanty wewnętrzne i zewnętrzne oddziaływania inwestycji finansowych.

W pracy wykorzystano metodę dedukcji i analizę elementarną.

* Dr Leszek Kędzierski, Gdańska Wyższa Szkoła Humanistyczna w Gdańsku, Gdańsk
e-mail: leszekkedzierski1@gmail.com

Istota wartości rynkowej przedsiębiorstwa

Przedsiębiorstwo może wyznaczać sobie do realizacji różnorodne cele. Są one odniesieniami do faktycznego rezultatu jego działalności osiąganego w wyniku działalności operacyjnej, finansowej i inwestycyjnej. Mianem celu przedsiębiorstwa określa się wielkość przez nie wyznaczoną, którą zamierza ono osiągnąć (do której zmierza) w danym okresie (np. kwartał, rok).

Podstawowy cel przedsiębiorstwa natomiast definiuje się analogicznie do powyższego ujęcia, jednak kategoria dotyczy długiego horyzontu czasu, np. pięciu i więcej lat. Oprócz niego wyróżnia się też następujące cele: cząstkowy, krótko- i długoterminowy, strategiczny, taktyczny oraz operacyjny.

Ponadto spotyka się następujące ujęcia celu przedsiębiorstwa:

- maksymalizacja¹ zysku²;
- wypracowanie zadowalającego zysku³;
- maksymalizacja aktualnej wartości przyszłych wpływów gotówki netto⁴;
- maksymalizacja zysku, minimalizacja kosztu⁵;

¹ Celem przedsiębiorstwa może być też maksymalizacja rentowności kapitału własnego lub osiągnięcie satysfakcjonującego jej poziomu.

² *International Encyclopedia of the Social Sciences*, The Macmillan Company and The Free Press, [b.m.] 1968, s. 457. Miernik rentowności w postaci zysku netto odgrywa pierwszoplanową rolę w wytyczaniu strategii działania przedsiębiorstw. J. Ostaszewski, T. Cicirko, K. Kreczmańska-Gigol, C. Martysz, P. Russel, M. Wrzesiński, *Podstawy finansowania spółki akcyjnej*, Difin, Warszawa 2017, s. 74–75. Maksymalizacja zysku netto znajduje się w sferze preferencji właścicieli kapitałów. Wypływa to z faktu, że akcjonariusze są zainteresowani pomnożeniem zysku netto, gdyż zwiększają się dzięki temu potencjalne możliwości wypłat dywidendy lub ulega wzrostowi wartość firmy. J. Ostaszewski, *Finanse przedsiębiorstw*, [w:] *Finanse*, red. J. Ostaszewski, Difin, Warszawa 2013, s. 485. Zob. M. Kurek, *Optymalizacja podatkowa w procesie zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, [w:] *Finanse przedsiębiorstwa. Systemy i procedury 5*, red. J. Grzywacz, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2016, s. 57.

³ H. A. Simon, *Theories of decision-making in economics and behavioral science*, „The American Economic Review” 1959, No. 3, s. 262. A. Noga, *Teorie przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2009, s. 64.

⁴ C. Drury, *Costing an introduction*, Van Nostrand Reinhold Co. Ltd., [b.m.] 1987, s. 6; J. Arnold, T. Hope, *Accounting for management decisions*, Prentice Hall International (UK) Ltd., [b.m.] 1990, s. 218. Por. D. Letkowski, *Wycena przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych w zmiennych warunkach otoczenia*, [w:] *Decyzje finansowe i inwestycyjne w gospodarce rynkowej. Nowe wyzwania i możliwości*, red. A. Uziębło, Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku, Gdańsk 2011, Prace Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku, t. 10, s. 46 i n. R. W. Griffin przedstawia podział celów organizacji, a także funkcje celów: R. W. Griffin, *Podstawy zarządzania organizacjami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 211 i n.

⁵ J. Curwin, R. Slater, *Quantitative methods for business decisions*, Chapman and Hall, London 1991, s. 309. Por. W. Gos, *Kapitał oraz finansowanie działalności gospodarczej*, Difin, Warszawa 2012, s. 83 i n. Kategorię kosztów przedsiębiorstwa omawia Janusz Żurek w rozdziale

- maksymalizacja przychodu ze sprzedaży – przy założeniu osiągnięcia minimum zysku⁶;
- utrzymanie udziału w rynku⁷;
- maksymalizacja zysku, maksymalizacja wpływów pieniężnych, uzyskanie przez przedsiębiorstwo największego udziału w rynku, wytwarzanie najlepszych produktów, świadczenie najwyższej jakości usług, zagwarantowanie pracownikom dobrych warunków pracy, kształtowanie doskonałych stosunków międzyludzkich, kształtowanie korzystnego wizerunku przedsiębiorstwa lub określone kombinacje powyższych celów⁸;
- maksymalizacja zysku w długim okresie i prestiż przedsiębiorstwa (według właściciela lub właścicieli), maksymalizacja tempa wzrostu przedsiębiorstwa, ekspansywny, nowoczesny wzrost (według prezesa zarządu, menedżerów), maksymalizacja przez pracowników niebędących akcjonariuszami swojej funkcji użyteczności obejmującej np. płace, cele społeczne – przedsiębiorstwo równocześnie realizuje, w odpowiednich proporcjach, cele powyższych podmiotów, przy czym chodzi o maksymalizację funkcji celu wiodącego podmiotu, a także realizację celów innych ogniw w stopniu wystarczającym⁹;
- produkcja dóbr i usług o charakterze materialnym przynosząca zysk¹⁰;
- maksymalizacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa¹¹.

Koszty działalności przedsiębiorstwa publikacji Przedsiębiorstwo. Zasady działania, funkcjonowanie, rozwój, red. J. Żurek, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2007, s. 197 i n. Z kolei Krzysztof Szałucki przedstawia wynik finansowy tego podmiotu, zob.: K. Szałucki, *Wynik finansowy przedsiębiorstwa*, [w:] *Przedsiębiorstwo. Zasady działania...*, op. cit., s. 249 i n.

⁶ W. J. Baumol, *Business behavior, value and growth*, The Macmillan Company, [b.m.] 1959, s. 45–48, 49. Por. R. Cieślak, *Ocena rentowności działalności gospodarczej*, [w:] W. Szczęśny, J. Śliwa, R. Cieślak, S. Wymysłowski, *Finanse firmy. Jak zarządzać kapitałem*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2012, s. 239.

⁷ *Macmillan Dictionary of modern economics*, The Macmillan Press Ltd., ed. D. W. Pearce [b.m.] 1992, s. 268. Możliwe jest też przyjęcie założenia wzrostu udziału przedsiębiorstwa w rynku, np. krajowym.

⁸ D. Davies, *Sztuka zarządzania finansami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, McGraw-Hill Book Company Europe, Warszawa–Londyn 1993, s. 89. Por. A. Letkiewicz, J. Majewski, K. Szałucki, *Regulatory finansowe w teorii funkcjonowania przedsiębiorstw*, [w:] *Efektywność finansowa przedsiębiorstw w perspektywie podstawowych zagadnień teorii i praktyki diagnozowania ekonomicznego i funkcjonowania przedsiębiorstw*, red. K. Szałucki, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2017, s. 23 i n.

⁹ Z. Pierścioneł, *Strategie rozwoju firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1996, s. 112–113. Por. J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2012, s. 195 i n.

¹⁰ K. Piotrowska-Marczak, *Finanse ogólne*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Inżynierskiej, Radom 1993, s. 81.

Wartość rynkowa przedsiębiorstwa oznacza jego wartość występującą na rynku. Jej maksymalizacja jest stosunkowo często traktowana w literaturze przedmiotu jako główny cel przedsiębiorstwa. W odniesieniu do spółki akcyjnej chodzi o maksymalizację wartości rynkowej akcji w długim przedziale czasu, przy czym uwzględnia się jedynie akcje zwykłe. Warto wspomnieć, że na rynku giełdowym w Polsce nie występują akcje uprzywilejowane. Analogicznie do powyższego określenia ujmuje się główny cel spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, przy czym udziały nie są papierami wartościowymi.

Maksymalizację wartości rynkowej przedsiębiorstwa¹² uzyskuje się dzięki wypracowywaniu jak największego zysku z rozdysponowanego kapitału, przy dopuszczalnym przez podmiot gospodarczy pułapie ryzyka. W rezultacie następuje maksymalizacja dochodu (bogactwa) właścicieli przedsiębiorstwa¹³. W przypadku spółek akcyjnej lub z ograniczoną odpowiedzialnością występują tu dwie możliwości¹⁴:

- wypłaty dywidendy dokonywane z zysku do podziału;
- zwiększanie wartości rynkowej akcji i udziałów.

Wymieniona wyżej maksymalizacja dochodu (bogactwa), znajdującą odzwierciedlenie w przypadku spółek akcyjnej lub z ograniczoną odpowiedzialnością w kursie rynkowym akcji lub udziałów, stwarza konieczność stałego poszukiwania i określania optymalnego zestawu dwóch elementów. Chodzi tu o wypłacaną dywidendę na akcję lub udział oraz rynkową wartość tych instrumentów finansowych. Można powiedzieć, że maksymalizacja¹⁵ bogactwa akcyjna-

¹¹ J. Duraj, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1996, s. 34; E. F. Brigham, L. C. Gapenski, *Intermediate financial management*, The Dryden Press, [b.m.] 1990, s. 5; B. Rees, *Financial analysis*, Prentice Hall International Ltd., [b.m.] 1990, s. 19–20; L. D. Schall, Ch. W. Haley, *Introduction to financial management*, McGraw-Hill Book Company, New York, London, Sydney 1980, s. 8; J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 14; *Finanse we współczesnych procesach kreowania wartości*, red. W. Caputa, D. Sz wajca, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 128.

¹² D. Blake, *Financial market analysis*, McGraw-Hill Book Company, London 1990, s. 119.

¹³ S. Lumby, *Investment appraisal and financial decisions*, Chapman and Hall, London 1994, s. 5–6; T. E. Copeland, J. F. Weston, *Financial theory and corporate policy*, Addison-Wesley Publishing Company Inc., New York 1988, s. 20–21; A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2016, s. 14 i n.

¹⁴ R. Dobbins, W. Frąckowiak, S. F. Witt, *Praktyczne zarządzanie kapitałami firmy*, PAAN-POL, Poznań 1992, s. 3–4, 140. Zob. K. Lipiec, *Zysk netto*, [w:] *Finansowanie działalności przedsiębiorstwa. Aspekty podatkowe i finansowe*, red. E. Wrońska-Bukalska, Difin, Warszawa 2016, s. 40 i n.

¹⁵ V. Jog, C. Suszyński, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, CIM, Warszawa 1995, s. 2. Zob. J. Czekaj, *Instrumenty finansowe*, [w:] *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, red. J. Czekaj, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 28. Zob. W. Bięń, *Rynek papierów*

riuszy lub udziałowców przekłada się na maksymalizację kursu rynkowego akcji lub udziałów w długim przedziale czasu. Wypłata znacznej dywidendy¹⁶ zmniejsza wielkość zysku przeznaczanego na cele rozwojowe. Może to w rezultacie oddziaływać na spadek efektywności spółek akcyjnej lub z ograniczoną odpowiedzialnością. Wskutek tego następuje zmniejszanie atrakcyjności firmy jako miejsca lokat finansowych. Polityka dywidendy jest kształtowana przez spółkę. Decyduje ona o proporcjach podziału zysku na dywidendy i zysk zatrzymany. Natomiast rynkowa wartość akcji lub udziałów jest uzależniona od wielu różnych czynników.

Biorąc pod uwagę powyższe, można stwierdzić, że maksymalizacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa to najlepszy podstawowy cel tego podmiotu (tak z teoretycznego, jak i praktycznego punktu widzenia) w długim horyzoncie czasu.

Powyższe uwagi na temat rynkowej wartości przedsiębiorstwa jako ich podstawowego celu nie negują roli zysku¹⁷, o którym będzie mowa poniżej. Można je w określonym zakresie odnieść do wszystkich innych form przedsiębiorstw. Mechanizm wpływu maksymalizacji zysku na maksymalizację rynkowej wartości przedsiębiorstwa, innego niż spółki akcyjna lub z ograniczoną odpowie-

wartościowych, Difin, Warszawa 2008, s. 155. Zob. A. Kasprzak-Czelej, *Giełdowy rynek akcji a gospodarka. Ujęcie funkcyjne*, Difin, Warszawa 2012, s. 68–69. Rafał Tuzimek pisze, że wartość przedsiębiorstwa jest równa sumie wartości kapitału własnego i wartości oprocentowanego zadłużenia. Natomiast w odniesieniu do spółek akcyjnych notowanych na giełdzie papierów wartościowych powyższe składniki są określane z punktu widzenia ich wartości rynkowej. I tak, wartość kapitału własnego jest określana jako jego wartość rynkowa – kapitalizacja spółki akcyjnej, a wartość zadłużenia jest równa kwocie oprocentowanych zobowiązań finansowych według wartości rynkowej. R. Tuzimek, *Decyzje finansowe w spółkach giełdowych a wartość akcji*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2013, s. 120–121. Por. S. Klus, *Rynek kapitałowy a rozwój gospodarki Polski w latach 2000–2011*, [w:] *Funkcjonowanie współczesnej gospodarki rynkowej. Rynek finansowy*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, CeDeWu, Warszawa 2013, s. 74. Zdaniem Aswatha Damodarana, wartość firmy to suma posiadanych aktywów i aktywów wzrostowych. A. Damodaran, *Wycena. Minipodręcznik dla inwestorów giełdowych*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2012, s. 44. Z kolei Tobiasz Maliński omawia wartość ekonomiczną spółki akcyjnej: T. Maliński, *I Ty możesz zostać Warrenem Buffettem, czyli inwestowanie skoncentrowane na GPW*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2011, s. 136 i n.

¹⁶ R. Dobbins, W. Frąckowiak, S. F. Witt, *op. cit.*, s. 3–4, 140; M. Wypych, *Cel główny i strategia rozwoju przedsiębiorstwa jako wyznaczniki decyzji finansowych*, [w:] *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, red. M. Wypych, Przedsiębiorstwo Specjalistyczne Absolwent, Łódź 1999, s. 25–26. Por. M. Jamroży, *Kapitał własny*, [w:] *Finansowanie przedsiębiorstwa. Ujęcie teoretyczno-praktyczne*, red. J. Szlęzak-Matuszewicz, P. Felis, Wolters Kluwer, Warszawa 2014, s. 30 i n.

¹⁷ J. Czekaj, Z. Dresler, *Podstawy zarządzania finansami firm*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995, s. 14. *Idem*, *Zarządzanie finansami...*, *op. cit.*, s. 16–17.

działnością, jest bowiem analogiczny jak w przypadku tych spółek. Miejsce akcjonariuszy lub udziałowców zajmują różni współwłaściciele lub jednoosobowi właściciele.

Proces maksymalizacji wartości rynkowej przedsiębiorstwa jest złożony. W tym obszarze zarządzania jego finansami występują różne instrumenty, np. inwestycje finansowe, i stykają się rozmaite czynniki. Istotnym zagadnieniem jest ustalenie czynników decydujących o oddziaływaniu tych inwestycji na realizację wymienionego, podstawowego celu przedsiębiorstwa. Mogą one działać równocześnie i cechować się różną siłą oddziaływania. Wymierne i niewymierne korzyści osiągnięte w drodze inwestycji finansowych powinny powiększać rynkową wartość przedsiębiorstwa.

Determinanty wewnętrzne

Występują determinanty wewnętrzne i zewnętrzne kształtujące oddziaływanie inwestycji finansowych na maksymalizację wartości rynkowej przedsiębiorstwa, czyli jego głównego celu. Mianem inwestycji finansowych przedsiębiorstwa określa się wydatkowane przez ten podmiot środki na aktywa finansowe (trwałe), które powinny zwiększać jego zysk w długim przedziale czasu (ponad rok). W zakres tych inwestycji wchodzi zakup: udziałów w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, akcji, jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusze inwestycyjne, obligacji według rodzajów, czyli skarbowych, korporacyjnych, samorządowych, a także udzielanie pożyczek pieniężnych innym przedsiębiorstwom i lokaty na rachunkach w bankach komercyjnych.

Wśród determinant wewnętrznych można wyróżnić:

- kwalifikacje kadry i jej identyfikację z podstawowym celem przedsiębiorstwa;
- zasób wiedzy fachowej personelu firmy doradczej;
- postawę inwestora wobec ryzyka inwestycyjnego;
- politykę dywidendy;
- trafność podejmowanych inwestycji i reinwestycji finansowych odzwierciedloną w poziomie ich opłacalności;
- maksymalizację zysku przez przedsiębiorstwo;
- wielkość zysku kapitałowego (handlowego) ze sprzedaży instrumentów finansowych.

Pierwszym czynnikiem wewnętrznym są kwalifikacje kadry i jej identyfikacja z celami przedsiębiorstwa. Czynniki ludzki odgrywa istotną rolę w działalno-

ści przedsiębiorstwa. Jego znaczenie wzrasta przy wysoce pracochłonnej produkcji. Człowiek uczestniczy w działalności operacyjnej, finansowej, a także inwestycyjnej przedsiębiorstwa. Trafność uruchamianych inwestycji finansowych zależy od poziomu kwalifikacji menedżerów i stopnia ich identyfikacji z celami przedsiębiorstwa. Odnosi się to do sytuacji podejmowania lokat finansowych bez udziału firmy doradczej.

Pracownicy – jak podaje Michael Armstrong – są cennym kapitałem¹⁸. Jego wartość wzrasta w miarę dokonywanych inwestycji. Przejawami doskonalenia zasobów ludzkich¹⁹ są pogłębianie i poszerzanie zakresu umiejętności. Pozwala to na rozwój i awans pracowników. W zakres doskonalenia zasobów ludzkich wchodzi między innymi:

- szkolenia (przeprowadzane planowo i systematycznie);
- realizacja zasady ciągłego rozwoju;
- troska o odzwierciedlenie szkoleń w rezultatach pracy;
- koncentrowanie uwagi na doskonaleniu zarządzania i planowaniu przebiegu kariery zawodowej.

Niewątpliwie na stopień identyfikacji kadry menedżerskiej z celami firmy wpływ wywiera szereg czynników. Mogą one mieć charakter materialny i niematerialny. System wynagrodzeń spełnia różne funkcje, np. motywacyjną. Sprowadza się ona do kształtowania rozmiarów i struktury płac²⁰, co wpływa na przyjmowanie przez pracowników określonych, pożądanych postaw i zachowań gwarantujących wykonywanie wyznaczonych zadań i uzyskiwanie oczekiwanych rezultatów.

¹⁸ M. Armstrong, *Zarządzanie zasobami ludzkimi. Strategia i działanie*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1998, s. 186 i n.; J. M. Moczydłowska, K. Kowalewski, *Nowe koncepcje zarządzania ludźmi*, Difin, Warszawa 2014, s. 31–32; B. Lubas, B. Piasny, *Kapitał ludzki jako czynnik konkurencyjności przedsiębiorstw*, [w:] *Przedsiębiorstwo XXI wieku. Szanse i zagrożenia*, red. B. Lubas, B. Piasny, KUL, Lublin 2012, s. 306 i n. Anna Lipka wymienia szereg rodzajów inwestowania w kapitał ludzki. A. Lipka, *Inwestycje w kapitał ludzki organizacji w okresie koniunktury i dekonunktury*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010, s. 51–52.

¹⁹ M. Pańkowska, *Relationship marketing w kontekście koncepcji kosztów transakcyjnych*, „Organizacja i Kierowanie” 1999, nr 2(96), s. 38.; T. Oleksyn, *Zarządzanie zasobami ludzkimi w organizacji*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2017, s. 206 i n.

²⁰ T. Kawka, *Wynagrodzenia pracowników*, [w:] *Zarządzanie kadrami. Podstawy teoretyczne i ćwiczenia*, red. T. Listwan, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 1999, s. 140; T. Kawka, *Wynagrodzenia pracowników*, [w:] *Zarządzanie kadrami*, red. T. Listwan, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2010, s. 195 i n.; J. Lenzion, J. Penc, *Planowanie zatrudnienia i pozyskiwanie pracowników sprzyjających powodzeniu organizacji*, [w:] *Zarządzanie zasobami ludzkimi dla menedżerów średniego szczebla*, red. E. Jędrzych, Oficyna a Wolters Kluwer business, Kraków 2007, s. 178; E. Jędrzych, *Wynagrodzenie pracowników*, [w:] *Zarządzanie zasobami ludzkimi dla menedżerów...*, *op. cit.*, s. 306 i n.

W przypadku korzystania przez przedsiębiorstwo z usług firmy doradczej w procesie podejmowania inwestycji finansowych, istotny jest zasób wiedzy fachowej jej pracowników.

Właściwy dobór rodzajów i zakresu inwestycji finansowych przez firmę doradczą powinien zapewniać osiągnięcie jak największych korzyści. Chodzi tu o efekty w postaci jak największego zysku. Nie bez znaczenia dla wpływu inwestycji finansowych na maksymalizację rynkowej wartości przedsiębiorstwa będącego inwestorem jest jego postawa wobec ryzyka inwestycyjnego.

Podmioty inwestujące (przedsiębiorstwa) dokonujące lokaty kapitału w instrumenty finansowe mogą przyjmować takie postawy wobec ryzyka, jak²¹:

- awersja do ryzyka;
- skłonność do ryzyka;
- neutralność względem ryzyka.

Inwestor charakteryzujący się niechęcią do ryzyka nie uruchamia lokat finansowych, jeżeli szansa uzyskania dochodu z inwestycji jest zbyt mała. Tylko duża szansa wypracowania dochodu może skłonić podmiot inwestujący do podjęcia ryzykownych lokat finansowych – przewyciężenia awersji do ryzyka.

Postawa unikania ryzyka przez podmiot inwestujący ma określone konsekwencje dla rozmiarów zysku generowanego przez inwestycje finansowe. Mianowicie, może być on znacznie niższy niż przy skłonności inwestora do ryzyka. W rezultacie przyjęcie postawy awersji do ryzyka może być przyczyną mniejszego wpływu długoterminowej lokaty kapitału w instrumenty finansowe na maksymalizację wartości rynkowej przedsiębiorstwa.

Z kolei skłonność inwestora do ryzyka polega na uruchamianiu lokat finansowych także wtedy, gdy niebezpieczeństwo poniesienia straty jest większe od szansy wypracowania dochodu z inwestycji finansowej. Im ta skłonność jest wyższa, tym wyższe musi być niebezpieczeństwo osiągnięcia straty, aby inwestor nie dokonał lokaty kapitału w instrumenty finansowe.

Im skłonność inwestora do ryzyka jest większa, tym w skład pakietu inwestycyjnego wchodzi więcej instrumentów finansowych obciążonych wyższym ryzykiem. Inwestor posiadający znaczną skłonność do ryzyka wprowadza do portfela więcej lokat w akcje i udziały, a mniej, lub nawet w ogóle, inwestycji

²¹ E. Nowak, *Statystyczna analiza ryzyka inwestowania*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza w Firmie” (egzemplarz promocyjny), [b.m., b.d.] s. 42. E. Ostrowska przedstawia zastosowanie funkcji użyteczności bogactwa do określania skłonności podmiotu inwestującego do ryzyka. E. Ostrowska, *Portfel inwestycyjny klasyczny i alternatywny*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2011, s. 37 i n.

w obligacje, np. skarbu państwa. Wpływa to na wielkość zysku z lokat finansowych według rodzajów, a także na rozmiary zysku z pakietu inwestycyjnego. W konsekwencji oddziałuje to w określonym stopniu na realizację podstawowego celu przedsiębiorstwa.

Postawa podmiotu inwestującego obojętna wobec ryzyka polega na tym, że nie zwraca on uwagi na stopień zróżnicowania możliwych efektów uzyskiwanych wskutek lokat finansowych. Podmiot neutralny wobec ryzyka uruchamia te lokaty wtedy, gdy szansa osiągnięcia dochodu z inwestycji finansowej jest większa od niebezpieczeństwa poniesienia straty. Inwestor przyjmujący omawianą postawę koncentruje się zwłaszcza na kwestii zagwarantowania przez lokatę finansową pewnego dochodu.

Z powyższego wynika, że inwestorów finansowych można dzielić na klasy z punktu widzenia ich stosunku do ryzyka. Zajmowanie przez inwestora postawy obojętnej wobec ryzyka w określonym stopniu kształtuje siłę wpływu inwestycji finansowych na realizację głównego celu przedsiębiorstwa. Podmiot inwestujący, interesując się głównie pewnością wypracowania zysku, uruchamia pewne inwestycje finansowe. Te, jak wiadomo, pozwalają na osiągnięcie znacznie mniejszego zysku w porównaniu z lokatami finansowymi obciążonymi ryzykiem. Z tego względu wybór omawianej postawy wobec ryzyka inwestycji finansowych może decydować o sile ich oddziaływania na maksymalizację wartości rynkowej przedsiębiorstw.

Spółki akcyjne i z ograniczoną odpowiedzialnością mogą realizować następujące rodzaje polityki dywidendy²²:

- rezydualną;
- stałych rozmiarów dywidendy przypadających na akcję (lub udział);
- stałej dywidendy z „dywidendą ekstra”;
- stałych rozmiarów wskaźnika wypłat dywidendy;
- 100% zysku zatrzymanego;

²² M. Sierpińska, *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Kraków 1999, s. 95 i n.; J. Gajdka, *Polityka dywidendy*, [w:] J. Gajdka, E. Walińska, *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, t. 2, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998, s. 290–291. Na temat stabilnej polityki dywidendy pisze Bożena Horbaczewska: B. Horbaczewska, *Wypłaty dla akcjonariuszy a wycena akcji na rynku kapitałowym*, CeDeWu, Warszawa 2012, s. 56–57. Natomiast Karol Nowak koncentruje uwagę na pro wzrostowej polityce dywidendy: K. P. Nowak, *Inwestowanie w spółki dywidendowe na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2005–2011*, [w:] *Inwestowanie. Spekulowanie. Kolekcjonowanie*, red. A. Adamska, A. Fierla, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2012, s. 25. Por. M. Postuła, *Wstęp do finansów przedsiębiorstwa*, [w:] *Finanse firmy w decyzjach menedżerskich*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2016, s. 28.

- 100% stopy wypłat dywidendy.

Inwestor (przedsiębiorstwo – spółka akcyjna i spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) powinny realizować właściwą politykę dywidendy. Jej przejawem jest zachowanie odpowiednich proporcji w zakresie podziału zysku netto na zysk zatrzymany i dywidendy. Polityka dywidendy powinna w określonym stopniu godzić politykę inwestycyjną przedsiębiorstwa z aspiracjami akcjonariuszy (udziałowców) w sferze dochodów z długoterminowych lokat finansowych. W sytuacji gdy menedżerowie zmierzają do uruchamiania inwestycji rozwojowych, obserwuje się wypłaty stosunkowo niskiej dywidendy lub nawet jej brak. Akcjonariusze lub udziałowcy natomiast oczekują określonych wypłat dywidendy zaspokajających ich aspiracje dochodowe. Przedsiębiorstwa powinny ostrożnie podejmować decyzje z zakresu polityki dywidendy²³. W zakresie optymalnym przyczynia się ona bowiem do maksymalnego wzrostu wartości akcji lub udziałów przedsiębiorstwa.

Trafność uruchamianych inwestycji i reinwestycji finansowych znajduje odzwierciedlenie w poziomie ich opłacalności²⁴ uzależnionej od szeregu różnych czynników. Przykładowo można tu wymienić wysokości efektywnego oprocentowania lokat na rachunkach bankowych, politykę dywidendy realizowaną przez przedsiębiorstwo stanowiące miejsce lokat. Poziom opłacalności (absolutnej) inwestycji i reinwestycji finansowych obrazuje wielkość zysku generowanego przez nie. Inwestycje te powinny umożliwiać osiągnięcie jak największego zysku. Podmiot inwestujący wskutek odpowiedniej dywersyfikacji portfela zmniejsza jego ryzyko. Ponadto innym efektem właściwego różnicowania pakietu inwestycyjnego jest ewentualność zwiększenia jego zysku. Inwestor zamiast dokonywać zestawu inwestycji finansowych może też podejmować lokaty jednego rodzaju. Zysk wypracowany dzięki realizacji tych inwestycji może być reinwestowany. Także reinwestycje (finansowe) powinny generować jak największy zysk. Inwestor powinien zatem dokonywać wyboru najbardziej opłacalnych projektów.

Maksymalizacja zysku przez przedsiębiorstwo może być jego celem w krótkim okresie i dla warunków pewności. Stanowi także jeden z wielu różnych czynników maksymalizacji rynkowej wartości przedsiębiorstwa. Osiągnięcie jak największego zysku prowadzi bowiem, przy odpowiedniej polityce dywidendy, do maksymalizacji dochodu udziałowców lub akcjonariuszy. Jeżeli spółki akcyjna lub z ograniczoną odpowiedzialnością nie wypracowują zysku lub osiągną stosunkowo niewielkie jego rozmiary, to akcjonariusze lub udziałowcy nie

²³ E. F. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, t. 1, PWE, Warszawa 1996, s. 41.

²⁴ J. H. De Soto definiuje efektywność statyczną i dynamiczną. J. H. De Soto, *Sprawiedliwość a efektywność*, Fijorr Publishing Company, Warszawa 2010, s. 11 i n.

otrzymują dywidendy. Brak inwestycji w produkcyjne aktywa trwałe przedsiębiorstwa wpływa na wielkość i jakość jego produkcji. W rezultacie oddziałuje to w określony sposób na rozmiary sprzedaży i przychodu ze sprzedaży. Przedsiębiorstwo mające słabą sytuację finansową ma kłopoty ze zdobyciem środków ze źródeł obcych. Wpływa to na możliwości finansowania działalności bieżącej i inwestycji spółek akcyjnej lub z ograniczoną odpowiedzialnością. Kurs akcji czy udziałów notowanych odpowiednio – na rynkach papierów wartościowych lub udziałów ulega obniżeniu. W tym przypadku przedsiębiorstwo nie jest dobrym miejscem inwestowania²⁵.

Przedsiębiorstwa w określonej sytuacji likwidują inwestycje w akcje i udziały, a także certyfikaty inwestycyjne i jednostki uczestnictwa. Powinny dążyć do osiągnięcia jak największej nadwyżki ceny sprzedaży instrumentów finansowych w stosunku do ceny ich zakupu. O wysokości tej nadwyżki decyduje wiele czynników, np. moment sprzedaży. Wspomniana nadwyżka może być rozdysponowana na inne lokaty finansowe i służyć maksymalizacji rynkowej wartości przedsiębiorstwa.

Determinanty zewnętrzne

Do determinant zewnętrznych można zaliczyć:

- czynniki polityczne;
- fazę cyklu koniunkturalnego;
- politykę fiskalną państwa;
- instrumenty banku centralnego;
- narzędzia banków komercyjnych;
- wielkość oferowanego oprocentowania obligacji,
- wielkość wypłat dochodów funduszu inwestycyjnego.

Przez inwestorów powinny być uwzględniane czynniki polityczne. Korzystny klimat polityczny panujący w kraju sprzyja podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, w tym dotyczących uruchamiania lokat finansowych. Inwestorzy w korzystnych, ustabilizowanych warunkach politycznych otoczenia wykazują większe zainteresowanie inwestycjami finansowymi. Dotyczy to np. lokat w akcje lub udziały. Poczucie bezpieczeństwa pozwala budować długotermino-

²⁵ J. Czekaj, Z. Dresler, *Podstawy zarządzania...*, *op. cit.*, s. 14; *idem*, *Zarządzanie finansami...*, *op. cit.*, s. 16–17.

we strategii inwestowania. W wyniku sprzyjającej sytuacji politycznej powstają właściwe warunki do skutecznego oddziaływania inwestycji finansowych na realizację głównego celu przedsiębiorstwa. Kryzys natury politycznej nie tylko w kraju inwestowania, ale nawet poza jego granicami, może niekorzystnie wpływać na opłacalność lokat finansowych. Przykładowo, określoną wrażliwość na takie zakłócenia wykazuje giełda papierów wartościowych. Wszystkie podmioty inwestujące odbierają sygnały nadchodzące z otoczenia. Informacje zewnętrzne są przekształcane w decyzje, w tym w przypadku o sprzedaży papierów wartościowych – akcji. Oddziałuje to na rynkowe kursy akcji notowanych na giełdzie papierów wartościowych.

Następnym czynnikiem zewnętrznym jest faza cyklu koniunkturalnego. Z punktu widzenia wpływu inwestycji finansowych na maksymalizację rynkowej wartości przedsiębiorstwa najistotniejsze są ożywienie i rozkwit. W tym czasie podmioty inwestujące realizują różne inwestycje, zwłaszcza lokaty w akcje i udziały. Opłacalność lokat tego rodzaju może być wyższa w porównaniu z inwestycjami w obligacje czy też depozytowymi w bankach komercyjnych. Sytuacja ulega zmianie, gdy obserwuje się osiągnięcie szczytowego wzrostu gospodarczego i notuje się zmniejszenie popytu na produkty przedsiębiorstwa. Inwestorzy stają się ostrożniejsi. Możliwe jest nawet zaniechanie inwestycji, w tym finansowych. Inwestorzy oczekują na powstanie korzystnych warunków otoczenia skłaniających do opłacalnej lokaty kapitału. Zakładają więc podejmowanie lokat finansowych w okresie przyszłym. Niesprzyjająca sytuacja gospodarcza otoczenia obniża dynamikę i zakres inwestowania w instrumenty finansowe. W rezultacie zmniejsza się lub nawet zanika rola lokat finansowych jako narzędzia wpływu na maksymalizację rynkowej wartości przedsiębiorstwa²⁶.

Państwo może prowadzić różnego rodzaju politykę fiskalną: umiarkowaną, nadmiernych podatków (fiskalizm) czy stosunkowo niskich podatków. Inwestycje finansowe przyczyniają się do osiągania przez przedsiębiorstwo określonych przychodów finansowych. Im większe stopy podatku dochodowego, tym przy niezmiennych pozostałych warunkach, np. wielkości kosztu uzyskania przychodu, jest niższy zysk netto przedsiębiorstwa. Rozmiary płaconego podatku dochodowego, decydując o poziomie zysku netto, oddziałują na realizację podstawowego celu przedsiębiorstwa. Można założyć, że niższy podatek dochodowy, przy niezmiennych pozostałych warunkach, spowoduje iż większy zysk z lokaty kapitału w instrumenty finansowe służyć będzie maksymalizacji rynkowej wartości przedsiębiorstwa.

²⁶ Zob. W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 1996, s. 20–21.

Bank centralny dysponuje różnymi narzędziami umożliwiającymi bezpośredni wpływ na banki komercyjne, które z kolei oddziałują na przedsiębiorstwa. Do tych instrumentów zalicza się między innymi stopę rezerw obowiązkowych. Manipulując jej wysokością, bank centralny decyduje o wielkości kreacji wtórnej pieniądza przez banki komercyjne. Jej rozmiary są ważne dla przedsiębiorstw. Inwestycje, w tym określone lokaty finansowe, mogą bowiem być finansowane ze środków pochodzących z banków. Im korzystniejsze warunki pozyskania kapitału, tym możliwa jest większa dynamika i szerszy zakres inwestowania przedsiębiorstw. W rezultacie następuje, przy założeniu trafności decyzji inwestycyjnych, wzrost zysku z lokat finansowych i większy ich wpływ na maksymalizację rynkowej wartości przedsiębiorstwa.

W gestii banków komercyjnych znajdują się różne instrumenty, które bezpośrednio oddziałują na przedsiębiorstwa. Są to:

- kwota udzielanych kredytów;
- wielkość oprocentowania kredytów;
- okres spłaty kredytów;
- karencja;
- rozmiary prowizji bankowej;
- wielkość efektywnej stopy procentowej od lokat terminowych na rachunkach bankowych;
- skutki likwidacji inwestycji depozytowych.

Istnieje określona zależność między powyższymi narzędziami a wpływem inwestycji finansowych na realizację podstawowego celu przedsiębiorstwa. Siła oddziaływania długoterminowych lokat finansowych jest zatem zależna od warunków pozyskania kapitału z banku i opłacalności lokaty kapitału na rachunkach bankowych, a także konsekwencji – dla inwestora – zerwania przed terminem długoterminowych lokat na rachunkach bankowych.

Rozważając wpływ inwestycji finansowych na wykonanie podstawowego celu przedsiębiorstwa, należy uwzględnić też rozmiary oferowanego oprocentowania obligacji według rodzajów: państwowych, korporacyjnych, samorządowych, jako przedmiotu lokat. Podmiot inwestujący może uruchamiać lokaty w obligacje o stałej lub zmiennej stopie procentowej, a także reinwestować zysk z inwestycji w te papiery wartościowe. Wybór rodzaju obligacji wpływa na wielkość osiąganego zysku.

Przedsiębiorstwo będące inwestorem może osiągać zysk generowany przez certyfikaty inwestycyjne i jednostki uczestnictwa emitowane przez fundusze inwestycyjne. Występuje on w postaci wypłat dochodów funduszy dla podmiotu inwestującego. Wielkość wypłat powinna być jak największa. Wpływa ona,

oprócz rozmiarów zysku z reinwestycji w wymienione instrumenty finansowe, na maksymalizację wartości rynkowej przedsiębiorstwa.

Wykonane prace badawcze pozwoliły zrealizować cel pracy. Mianowicie zostały zidentyfikowane i przedstawione determinanty oddziaływania inwestycji finansowych na maksymalizację wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Badania umożliwiły rozwiązanie problemu badawczego. Zatem maksymalizacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa jest kształtowana przez determinanty wewnętrzne i zewnętrzne oddziaływania inwestycji finansowych. Dokonana została także weryfikacja sformułowanej hipotezy: maksymalizacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa jest kształtowana przez determinanty wewnętrzne i zewnętrzne oddziaływania inwestycji finansowych.

Reasumując powyższe treści, należy stwierdzić, że zagadnienie wpływu inwestycji finansowych na maksymalizację wartości rynkowej stanowi ważną sferę badawczą. Powinna być ona zatem przedmiotem rozważań w teorii i praktyce.

Bibliografia

- Armstrong M., *Zarządzanie zasobami ludzkimi. Strategia i działanie*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1998.
- Arnold J., Hope T., *Accounting for management decisions*, Prentice Hall International (UK) Ltd., [b.m.] 1990.
- Baumol W. J., *Business behavior, value and growth*, The Macmillan Company, [b.m.] 1959.
- Bień W., *Rynek papierów wartościowych*, Difin, Warszawa 2008.
- Bień W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 1996.
- Blake D., *Financial market analysis*, McGraw-Hill Book Company, London 1990.
- Brigham E. F., Gapenski L. C., *Intermediate financial management*, The Dryden Press, [b.m.] 1990.
- Brigham E. F., *Podstawy zarządzania finansami*, t. 1, PWE, Warszawa 1996.
- Cieślik R., *Ocena rentowności działalności gospodarczej*, [w:] W. Szczęsny, J. Śliwa, R. Cieślik, S. Wymysłowski, *Finanse firmy. Jak zarządzać kapitałem*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2012.
- Copeland T. E., Weston J. F., *Financial theory and corporate policy*, Addison-Wesley Publishing Company Inc., New York 1988.
- Curwin J., Slater R., *Quantitative methods for business decisions*, Chapman and Hall, London 1991.
- Czekaj J., *Instrumenty finansowe*, [w:] *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, red. J. Czekaj, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.

- Czekaj J., Dresler Z., *Podstawy zarządzania finansami firm*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995.
- Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- Damodaran A., *Wycena. Minipodręcznik dla inwestorów giełdowych*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2012.
- Davies D., *Sztuka zarządzania finansami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, McGraw-Hill Book Company Europe, Warszawa–Londyn 1993.
- De Soto J. H., *Sprawiedliwość a efektywność*, Fijorr Publishing Company, Warszawa 2010.
- Dobbins R., Frąckowiak W., Witt S. F., *Praktyczne zarządzanie kapitałami firmy*, PAANPOL, Poznań 1992.
- Drury C., *Costing an introduction*, Van Nostrand Reinhold (UK) Co. Ltd., [b.m.] 1987.
- Duraj J., *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1996.
- Finanse we współczesnych procesach kreowania wartości*, red. W. Caputa, D. Szwałca, CeDeWu, Warszawa 2008.
- Gos W., *Kapitał oraz finansowanie działalności gospodarczej*, Difin, Warszawa 2012.
- Griffin R. W., *Podstawy zarządzania organizacjami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
- Grzywacz J., *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2012.
- Horbaczewska B., *Wypłaty dla akcjonariuszy a wycena akcji na rynku kapitałowym*, CeDeWu, Warszawa 2012.
- International Encyclopedia of the Social Sciences*, The Macmillan Company and The Free Press, [b.m.] 1968.
- Jamroży M., *Kapitał własny*, [w:] *Finansowanie przedsiębiorstwa. Ujęcie teoretyczno-praktyczne*, red. J. Szlęzak-Matusiewicz, P. Felis, Wolters Kluwer, Warszawa 2014.
- Jędrych E., *Wynagrodzenie pracowników*, [w:] *Zarządzanie zasobami ludzkimi dla menedżerów średniego szczebla*, red. E. Jędrych, Oficyna a Wolters Kluwer business, Kraków 2007.
- Jog V., Suszyński C., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, CIM, Warszawa 1995.
- Kasprzak-Czelej A., *Giełdowy rynek akcji a gospodarka. Ujęcie funkcyjne*, Difin, Warszawa 2012.
- Kawka T., *Wynagrodzenia pracowników*, [w:] *Zarządzanie kadrami*, red. T. Listwan, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2010.
- Klus S., *Rynek kapitałowy a rozwój gospodarki Polski w latach 2000–2011*, [w:] *Funkcjonowanie współczesnej gospodarki rynkowej. Rynek finansowy*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, CeDeWu, Warszawa 2013.
- Kurek M., *Optymalizacja podatkowa w procesie zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, [w:] *Finanse przedsiębiorstwa. Systemy i procedury 5*, red. J. Grzywacz, Ofi-

- cyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2016.
- Lendzion J., Penc J., *Planowanie zatrudnienia i pozyskiwanie pracowników sprzyjających powodzeniu organizacji*, [w:] *Zarządzanie zasobami ludzkimi dla menedżerów średniego szczebla*, red. E. Jędrych, Oficyna a Wolters Kluwer business, Kraków 2007.
- Letkiewicz A., Majewski J., Szałucki K., *Regulatory finansowe w teorii funkcjonowania przedsiębiorstw*, [w:] *Efektywność finansowa przedsiębiorstw w perspektywie podstawowych zagadnień teorii i praktyki diagnozowania ekonomicznego i funkcjonowania przedsiębiorstw*, red. K. Szałucki, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2017.
- Letkowski D., *Nowe wyzwania i możliwości*, red. A. Uziębło, Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku, Gdańsk 2011, *Prace Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku*, t. 10.
- Lipiec K., *Zysk netto*, [w:] *Finansowanie działalności przedsiębiorstwa. Aspekty podatkowe i finansowe*, red. E. Wrońska-Bukalska, Difin, Warszawa 2016.
- Lipka A., *Inwestycje w kapitał ludzki organizacji w okresie koniunktury i dekonunktury*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010.
- Lubas B., Piasny B., *Kapitał ludzki jako czynnik konkurencyjności przedsiębiorstw*, [w:] *Przedsiębiorstwo XXI wieku. Szanse i zagrożenia*, red. B. Lubas, B. Piasny, KUL, Lublin 2012.
- Lumby S., *Investment appraisal and financial decisions*, Chapman and Hall, London 1994.
- Macmillan Dictionary of modern economics*, The Macmillan Press Ltd., red. D. W. Pearce [b.m.] 1992.
- Maliński T., *I Ty możesz zostać Warrenem Buffettem, czyli inwestowanie skoncentrowane na GPW*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2011.
- Moczydłowska J. M., Kowalewski K., *Nowe koncepcje zarządzania ludźmi*, Difin, Warszawa 2014.
- Noga A., *Teorie przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2009.
- Nowak E., *Statystyczna analiza ryzyka inwestowania*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza w Firmie” (egzemplarz promocyjny) [b.m., b.d.].
- Nowak K. P., *Inwestowanie w spółki dywidendowe na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2005–2011*, [w:] *Inwestowanie. Spekulowanie. Kolekcjonowanie*, red. A. Adamska, A. Fierla, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2012.
- Oleksyn T., *Zarządzanie zasobami ludzkimi w organizacji*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2017.
- Ostaszewski J., *Finanse przedsiębiorstw*, [w:] *Finanse*, red. J. Ostaszewski, Difin, Warszawa 2013.
- Ostaszewski J., Cicirko T., Kreczmańska-Gigol K., Martysz C., Russel P., Wrzesiński M., *Podstawy finansowania spółki akcyjnej*, Difin, Warszawa 2017.
- Ostrowska E., *Portfel inwestycyjny klasyczny i alternatywny*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2011.

- Pańkowska M., *Relationship marketing w kontekście koncepcji kosztów transakcyjnych*, „Organizacja i Kierowanie” 1999, nr 2 (96).
- Pierścionek Z., *Strategie rozwoju firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1996.
- Piotrowska-Marczak K., *Finanse ogólne*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Inżynierskiej, Radom 1993.
- Postuła M., *Wstęp do finansów przedsiębiorstwa*, [w:] *Finanse firmy w decyzjach menedżerskich*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2016.
- Rees B., *Financial analysis*, Prentice Hall International (UK) Ltd., [b.m.] 1990.
- Rutkowski A., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2016.
- Schall L. D., Haley Ch. W., *Introduction to financial management*, McGraw-Hill Book Company, New York, London, Sydney 1980.
- Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Kraków 1999.
- Simon H. A., *Theories of decision-making in economics and behavioral science*, „The American Economic Review” 1959, No. 3.
- Szałucki K., *Wynik finansowy przedsiębiorstwa*, [w:] *Przedsiębiorstwo. Zasady działania. Funkcjonowanie. Rozwój*, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2007.
- Tuzimek R., *Decyzje finansowe w spółkach giełdowych a wartość akcji*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2013.
- Wypych M., *Cel główny i strategia rozwoju przedsiębiorstwa jako wyznaczniki decyzji finansowych*, [w:] *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, red. M. Wypych, Przedsiębiorstwo Specjalistyczne Absolwent, Łódź 1999.
- Zarządzanie kadrami. Podstawy teoretyczne i ćwiczenia*, red. T. Listwan, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 1999.
- Żurek J., *Koszty działalności przedsiębiorstwa*, [w:] *Przedsiębiorstwo. Zasady działania, funkcjonowanie, rozwój*, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2007.

Summary

Determinants of the impact of financial investments on maximization of enterprise market value

Tangible investments, investments in intangible assets and financial investments are realized in sphere of enterprise financial management. In the area of this management each enterprise functioning on the market should define its main goal. This goal can be to maximizing of enterprise market value.

There are existing determinants of the impact of financial investments on maximization of enterprise market value as its main goal. They can be divided into internal and external.

keywords: financial investments, maximizing of enterprise market value, determinants of the impact of financial investments on maximization of enterprise market value, internal determinants, external determinants

słowa kluczowe: inwestycje finansowe przedsiębiorstwa, maksymalizacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa, determinanty oddziaływania inwestycji finansowych na maksymalizację wartości rynkowej przedsiębiorstwa, determinanty wewnętrzne, determinanty zewnętrzne