

# Finanse przedsiębiorstw

**PRACE NAUKOWE  
UNIWERSYTETU EKONOMICZNEGO  
WE WROCŁAWIU  
nr 98**

**RESEARCH PAPERS  
OF WROCŁAW UNIVERSITY  
OF ECONOMICS  
No. 98**

# Finanse przedsiębiorstw



Redaktor naukowy  
**Adam Kopiński**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2010

Senacka Komisja Wydawnicza

*Zdzisław Pisz (przewodniczący),  
Andrzej Bąk, Krzysztof Jajuga, Andrzej Matysiak, Waldemar Podgórski,  
Mieczysław Przybyła, Aniela Styś, Stanisław Urban*

Recenzenci

*Leszek Dziawgo, Jerzy Różański, Maria Sierpińska, Andrzej Szopa, Dariusz Zarzecki*

Redakcja wydawnicza

*Dorota Pitulec, Joanna Świrska-Kortub*

Redakcja techniczna

*Barbara Łopusiewicz*

Korekta

*Barbara Cibis*

Skład i łamanie

*Małgorzata Czupryńska*

Projekt okładki

*Beata Dębska*

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie  
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
Wrocław 2010

**ISSN 1899-3192**

**ISBN 978-83-7695-001-3**

## Spis treści

Wstęp .....	11
<b>Adam Adameczyk:</b> Ocena wartości informacyjnej (poznawczej) indeksu B jako miary wpływu opodatkowania dochodu na opłacalność inwestycji w działalność B+R .....	13
<b>Bogumiła Brycz, Tadeusz Dudycz:</b> Równoważność modeli wyceny przedsiębiorstwa na podstawie zdyskontowanych przepływów pieniężnych .....	22
<b>Michał Buszko:</b> Złoto jako rodzaj alternatywnej inwestycji w okresie zawrotań na rynkach finansowych .....	35
<b>Ewa Dziawgo:</b> Własności asymetrycznych opcji potęgowych .....	48
<b>Anna Feruś:</b> The use of DEA method in evaluating credit risks of companies in order to obtain their proper credit score .....	62
<b>Mateusz Folwarski:</b> Polskie klasyczne metody wczesnego ostrzegania przed upadłością – zastosowanie na rynku bankowym .....	71
<b>Justyna Franc-Dąbrowska, Małgorzata Porada-Rochoń:</b> Determinanty oddziałujące na rentowność kapitału własnego przedsiębiorstw rolniczych .....	79
<b>Tamara Galbarczyk:</b> Kredyty bankowe dla przedsiębiorstw na tle innych form finansowania zewnętrznego .....	89
<b>Michał Grudziński:</b> Metody porównawcze w wycenie przedsiębiorstw – błędy, kontrowersje, standardy .....	98
<b>Aleksandra Grzech:</b> Model procesu decyzyjnego funduszy <i>venture capital</i> w kontekście teorii podejmowania decyzji .....	105
<b>Jolanta Iwin-Garzyńska:</b> Symptomy kryzysu a struktura finansowania przedsiębiorstw polskich .....	115
<b>Jacek Jaworski:</b> Wycena małych przedsiębiorstw w warunkach polskich .....	126
<b>Wiesław Kąkol:</b> Procedura szacowania wartości przedsiębiorstwa na podstawie analizy wariantów strategicznych .....	134
<b>Patrycja Kowalczyk:</b> Produkty ubezpieczeniowe a ryzyko kredytowe wiarytelności hipotecznych .....	141
<b>Mirosław Krajewski:</b> Ocena rentowności przedsiębiorstw w aspekcie płynności finansowej .....	153
<b>Marzanna Lament:</b> Wynik finansowy jako przedmiot polityki rachunkowości w zakładzie ubezpieczeń .....	162
<b>Monika Marcinkowska:</b> Zobowiązania jako element funduszy własnych banku .....	171

<b>Magdalena Mądra:</b> Determinanty kapitału obrotowego netto w gospodarstwach rolniczych .....	182
<b>Agnieszka Opalka:</b> Źródła wartości przedsiębiorstw – wybrane aspekty teoretyczne .....	193
<b>Paweł Oźga:</b> Sposoby optymalizacji kosztów strategii zabezpieczających ....	201
<b>Agnieszka Parkitna, Arkadiusz Górski:</b> Kapitał własny – wybrane zagadnienia .....	213
<b>Rafał Parvi:</b> Wpływ kredytowania na sytuację finansową wybranych podmiotów gospodarczych .....	224
<b>Rafał Parvi:</b> Zastosowanie modeli analizy dyskryminacyjnej E.I. Altmana, J. Gajdki i D. Stosa do prognozowania poprawności zaciągnięcia kredytu przez podmioty gospodarcze .....	233
<b>Artur Paździor:</b> Wpływ premii za ryzyko na opłacalność przedsięwzięć inwestycyjnych .....	244
<b>Maria Paździor:</b> Czynniki kształtujące wartość współczesnego przedsiębiorstwa .....	253
<b>Katarzyna Prędkiewicz:</b> Wielkość przedsiębiorstwa a płynność finansowa – wyniki badań empirycznych .....	261
<b>Waldemar Rogowski, Kamila Leszczyńska:</b> Możliwość pozyskiwania informacji o kapitale intelektualnym z raportów rocznych wybranych spółek z GPW w Warszawie .....	276
<b>Anna Rosa:</b> Znaczenie banków spółdzielczych w finansowaniu działalności przedsiębiorstw w Polsce .....	284
<b>Tomasz Schabek, Jerzy Gajdka, Janusz Brzeszczyński:</b> Zarządzanie zyskiem w polskich spółkach giełdowych .....	291
<b>Rafał Siedlecki:</b> Wyznaczanie sygnałów ostrzegawczych metodą pasm strategicznych na przykładzie spółki Krosno SA .....	299
<b>Tomasz Słoński:</b> Uwzględnienie sposobu redystrybucji przepływów pieniężnych w kalkulacji wartości odsetkowych tarcz podatkowych w metodzie skorygowanej wartości bieżącej (APV) .....	309
<b>Artur Stefański, Emilia Stola:</b> Wpływ zmienności kursów walutowych na ryzyko kredytowe banków .....	318
<b>Andrzej Szopa:</b> Opcje jako instrument hedgingu – kilka scenariuszy .....	330
<b>Piotr Szymański:</b> Zastosowanie metod dochodowych w standardach wyceny biznesowej (wyceny przedsiębiorstw i kapitału własnego) .....	338
<b>Emil Ślęzak:</b> Cykliczność podaży kredytów dla sektora MŚP w Polsce w perspektywie średniookresowej .....	348
<b>Jacek Welc:</b> EBITDA oraz EBIDA jako uproszczone miary operacyjnych przepływów pieniężnych na przykładzie spółek notowanych na GPW ....	358
<b>Zofia Wilimowska, Joanna Szczepańska:</b> <i>Cash-Flow-at-Risk</i> w ocenie ryzyka inwestycji .....	367

<b>Zofia Wilimowska, Danuta Seretna-Salamaj:</b> Dynamiczne kształtowanie struktury kapitałowej przedsiębiorstwa z uwzględnieniem zobowiązań krótkoterminowych .....	376
<b>Robert Wolański:</b> Cechy małych i średnich przedsiębiorstw a polityka kredytowa banków – wzajemne relacje .....	388
<b>Elżbieta Maria Wrońska:</b> Rentowność i płynność finansowa a wypłaty dywidend gotówkowych .....	397
<b>Mirosław Wypych:</b> Analiza czynnikowa rentowności i płynności finansowej przedsiębiorstw przemysłowych – ujęcie statystyczne .....	404
<b>Mirosław Wypych:</b> Wypłata dywidendy a uszczuplenie kapitału w polskich spółkach giełdowych .....	413
<b>Dariusz Zarzecki:</b> Wpływ gwarancji zatrudnienia na wartość udziałów. Zarys problemu .....	422
<b>Danuta Zawadzka, Roman Ardan:</b> Modelowe ujęcie czynników pozacenowych wpływających na prawdopodobieństwo ubiegania się o kredyt bankowy przez małe przedsiębiorstwa .....	430
<b>Aleksandra Zygmunt:</b> Determinanty struktury kapitału przedsiębiorstw należących do branży przemysłu elektromaszynowego (w świetle badań empirycznych) .....	442

## Summaries

<b>Adam Adamczyk:</b> Evaluation of the B-index as a measure assessing the influence of income taxation on R&D profitability .....	21
<b>Bogumiła Brycz, Tadeusz Dudycz:</b> Equivalence of valuation models of an enterprise based on discounted cash flows .....	34
<b>Michał Buszko:</b> Gold as an alternative investment in times of financial markets disturbances .....	47
<b>Ewa Dziawgo:</b> Properties of asymmetric power options .....	61
<b>Anna Feruś:</b> Zastosowanie metody DEA do oceny ryzyka kredytowego przedsiębiorstw w ramach credit-scoringu .....	70
<b>Mateusz Folwarski:</b> Polish classical methods for forewarning against a collapse and their application to financial markets .....	78
<b>Justyna Franc-Dąbrowska, Małgorzata Porada-Rochoń:</b> Factors influencing return on equity in agricultural enterprises .....	88
<b>Tamara Galbarczyk:</b> Bank credits for companies as compared with other forms of external funding .....	97
<b>Michał Grudziński:</b> Comparative methods in business valuation – mistakes, controversies, standards .....	104
<b>Aleksandra Grzech:</b> The model of decision-making process of venture capital funds in the context of decision-making theory .....	114

<b>Jolanta Iwin-Garzyńska:</b> Symptoms of a crisis versus financial structure of Polish corporations .....	125
<b>Jacek Jaworski:</b> Small business valuation under Polish conditions .....	133
<b>Wiesław Kąkol:</b> Company valuation procedure based on alternative strategy analysis .....	140
<b>Patrycja Kowalczyk:</b> Insurance products and credit risk of mortgage liabilities .....	152
<b>Mirosław Krajewski:</b> The evaluation of companies profitability in terms of financial liquidity .....	161
<b>Marzanna Lament:</b> The financial result as the accounting policy subject in an insurance company .....	170
<b>Monika Marcinkowska:</b> Debt as bank's own funds component .....	181
<b>Magdalena Mądra:</b> The determinants of working capital management in agriculture farms .....	192
<b>Agnieszka Opalka:</b> Sources of value of enterprises – selected theoretical aspects .....	200
<b>Paweł Oźga:</b> Optimizing costs of hedging strategies.....	212
<b>Agnieszka Parkitna, Arkadiusz Górski:</b> Own capital – selected issues .....	223
<b>Rafał Parvi:</b> The influence of crediting on the financial situation of chosen economic entities .....	232
<b>Rafał Parvi:</b> The use of the models of discriminant analysis by E.I. Altman, J. Gajdka and D. Stos to prove the correctness of the decision of taking a credit .....	243
<b>Artur Paździor:</b> The influence of the risk premium on the efficiency of investment projects .....	252
<b>Maria Paździor:</b> Factors influencing a contemporary company's value .....	260
<b>Katarzyna Prędkiewicz:</b> The size of a company and financial liquidity – the results of empirical research .....	275
<b>Waldemar Rogowski, Kamila Leszczyńska:</b> The possibility of acquiring information about intellectual capital from annual reports of companies quoted on Warsaw Stock Exchange .....	283
<b>Anna Rosa:</b> The role of co-operative banks in financing of enterprises in Poland .....	290
<b>Tomasz Schabek, Jerzy Gajdka, Janusz Brzeszczyński:</b> Earnings management in the Polish stock market companies.....	298
<b>Rafał Siedlecki:</b> Financial warning signals estimation based on the method of strategic bands on the example of Krosno SA .....	308
<b>Tomasz Słoński:</b> Considering the way of free cash flow redistribution in the calculation of tax shield interest value in the method of adjusted present value (APV).....	317
<b>Artur Stefański, Emilia Stola:</b> The influence of currency fluctuations on banks' credit risk .....	329



---

<b>Andrzej Szopa:</b> Options as hedging instruments – a few scenarios.....	337
<b>Piotr Szymański:</b> Income approach in business valuation standards (valuation of companies and equity) .....	347
<b>Emil Ślązak:</b> Medium term bank loan supply cycle in SME sector in Poland	357
<b>Jacek Welc:</b> EBITDA and EBIDA as simplified measures of operating cash flows in the case of companies listed on Warsaw Stock Exchange .....	366
<b>Zofia Wilimowska, Joanna Szczepańska:</b> Cash-Flow-at-Risk – investment risk assessment .....	375
<b>Zofia Wilimowska, Danuta Seretna-Salamaj:</b> Dynamic modeling capital structure of an enterprise including current liabilities .....	387
<b>Robert Wolański:</b> Features of small and medium enterprises versus credit policy of banks – mutual relation .....	396
<b>Elżbieta Maria Wrońska:</b> The significance of profitability and liquidity in dividend decisions .....	403
<b>Mirosław Wypych:</b> An analysis of profitability and financial liquidity factors of industrial enterprises – a statistical approach .....	412
<b>Mirosław Wypych:</b> Dividend payment versus equity decreasing in the Polish stock-listed companies .....	421
<b>Dariusz Zarzecki:</b> Employment guarantees versus the valuation of business interest. An outline of the problem .....	429
<b>Danuta Zawadzka, Roman Ardan:</b> A modeling approach to non-price factors affecting the probability of applying for bank credit by small businesses .....	441
<b>Aleksandra Zygmunt:</b> The determinants of capital structure in electromachine-building companies. Empirical research .....	449



## Wstęp

W warunkach poprawy koniunktury gospodarczej i nasilającej się w związku z tym konkurencji prowadzenie działalności gospodarczej wymaga od menedżerów finansowych umiejętności ciągłego analizowania finansowych aspektów tej działalności oraz elastycznego i efektywnego zarządzania jego zasobami przy uwzględnieniu wpływu szeroko rozumianego otoczenia politycznego i społeczno-gospodarczego.

Ożywienie gospodarcze i nowe warunki gospodarowania przedsiębiorstw, szczególnie związane z narastającymi deficytami i długami publicznymi nawet bogatych państw, nakładają na zarządzających obowiązek znajomości sfery zarządzania finansami zarówno w skali mikro-, jak i makroekonomicznej. Warunki te wymuszają jeszcze większą koncentrację zarządzania finansami na problemach planowania i budżetowania, kształtowania struktury kapitału przedsiębiorstwa, a następnie zarządzania jego kapitałami obrotowymi w taki sposób, aby pomnażać bogactwa właścicieli kapitału i przyczyniać się do wzrostu ogólnego dobrobytu całych społeczności. Tym zagadnieniom poświęcone są artykuły opublikowane w niniejszym zeszycie Prac Naukowych. Problematyka poruszana w przedstawionych tekstach dotyczy obszarów zarządzania finansami przedsiębiorstwa, takich jak: kapitały przedsiębiorstwa, źródła pozyskania kapitałów oraz ich optymalizacja z punktu widzenia maksymalizacji zysków i pomnażania wartości przedsiębiorstwa, kredyty jako główne, obce źródło finansowania działalności, ryzyko kredytowe i ocena zdolności kredytowej przedsiębiorstw, rola instrumentów finansowych i pochodnych w zarządzaniu finansami, wycena wartości przedsiębiorstwa i zarządzanie wartością, ocena kondycji finansowej i jej rola w zarządzaniu finansami.

Artykuły wchodzące w skład niniejszej publikacji są związane z coroczną konferencją „Zarządzanie finansami – teoria i praktyka”, która jest organizowana przez Katedrę Finansów Publicznych i Międzynarodowych oraz Katedrę Finansów Przedsiębiorstwa i Zarządzania Wartością Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Gromadzi ona blisko 100 pracowników naukowych z różnych ośrodków akademickich w Polsce, gości zagranicznych, a także przedstawicieli praktyki gospodarczej. Koncepcja konferencji ewoluje z wąskiego niegdyś ujęcia, zarządzanie finansami firm, do ujęcia szerszego, którego istotą jest objęcie różnych dziedzin, w ramach których zaradzanie finansami ma duże znaczenie. Dotyczy to zarówno finansów centralnych (rządowych), finansów samorządów lokalnych, służb publicznych, jak też finansów wielu innych organizacji o specyficznym charakterze.

W opublikowanym zbiorze materiałów konferencyjnych dokonany został podział na artykuły dotyczące zarządzania finansami przedsiębiorstw oraz na artykuły dotyczące finansów publicznych i międzynarodowych, w tym międzynarodowego

rynku finansowego. W skład niniejszego zbioru wchodzi 45 artykułów z szerokiego spektrum tematycznego zgrupowanego wokół problematyki zarządzania finansami.

Jako redaktor naukowy książki w imieniu autorów i własnym wyrażam głęboką wdzięczność recenzentom – Pani prof. dr hab. Marii Sierpińskiej oraz Panom prof. dr. hab. Leszkowi Dziawgo, dr. hab. Jerzemu Różańskiemu, prof. UŁ, dr. hab. Andrzejowi Szopie, prof. UJ, dr. hab. Dariuszowi Zarzeckiemu, prof. US – za cenne uwagi, które pozwoliły nadać publikacji lepszy kształt. Jako kontynuator wspaniałego, rozpoczętego 10 lat temu przedsięwzięcia naukowego chciałbym w tym miejscu wyrazić podziękowanie jego twórcy, Panu Profesorowi Wiesławowi Plucie, za dotychczasowe kierownictwo naukowe cenionej w środowisku konferencji „Zarządzanie finansami – teoria i praktyka”, życząc jednocześnie wszelkiej pomyślności i dalszych osiągnięć w działalności naukowo-dydaktycznej.

*Adam Kopiński*