

**MIROŚLAW KRAJEWSKI**

Uniwersytet Gdański

## KIERUNKI ZARZĄDZANIA KAPITAŁEM WŁASNYM W PRZEDSIĘBIORSTWIE

### 1. Wprowadzenie

Problemy finansowe we współczesnej gospodarce stanowią kluczowe zagadnienia w procesach podejmowania decyzji gospodarczych w przedsiębiorstwie. Są one nierozdzielnie związane z poszukiwaniem takich optymalnych decyzji gospodarczych, które w sposób istotny wpłyną na wzrost wartości przedsiębiorstwa.

Prowadzi to do wzrostu wartości aktywów przedsiębiorstwa, kapitału własnego finansującego działalność gospodarczą oraz do wzrostu zysku. Pojęcie wartości przedsiębiorstwa wiąże się nierozdzielnie z wartością rynkową przedsiębiorstwa. Rynek jest bowiem weryfikatorem wszelkiej wartości wycenianej na poziomie przedsiębiorstwa. Wzrost wartości przedsiębiorstwa uzależniony jest od sprawnego i kreatywnego kapitału ludzkiego. Dotyczy to wszystkich grup działających w przedsiębiorstwie, a mianowicie właścicieli, zarządzających oraz wykonawców.

### 2. Kapitał własny w procesie zarządzania finansami w przedsiębiorstwie

System zarządzania finansami w przedsiębiorstwie dotyczy wszystkich obszarów działalności gospodarczej oraz określa metody i narzędzia jej oceny. W tak rozumianym systemie dokonuje się wyboru optymalnego wariantu związanego z określoną decyzją gospodarczą. Wszystkie przedsiębiorstwa powinny dążyć do efektywnego zarządzania w ramach działań operacyjnych, taktycznych i strategicznych. Generalnie, ocena przedsiębiorstw nie może tylko opierać się o wyniki kwantytatywne, lecz musi wiązać się z badaniami jakościowymi nacechowanymi dążeniami do wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Dlatego też istotne jest ciągle poszukiwanie metod, które w sposób jasny i precyzyjny określą poziom wykorzystania posiadanego w przedsiębiorstwie kapitału własnego.

Współczesne zarządzanie przedsiębiorstwem wymaga ciągłego poszukiwania przez menadżerów nowych i udoskonalonych narzędzi analitycznych, służących ocenie działalności gospodarczej. Ocena przedsiębiorstwa powinna być dokonywana w oparciu o system logicznego i syntetycznego myślenia w celu określenia podstawowych relacji ekonomicznych w przedsiębiorstwie. Powinno to służyć podejmowaniu decyzji gospodarczych w oparciu o analizę *ex post* i *ex ante*.

Analiza posiadanego kapitału własnego w przedsiębiorstwie powinna opierać się o syntetyczne modele analityczne. Dobór modeli wynika z szeroko rozumianego pojęcia efektywności działalności gospodarczej, a mianowicie: gospodarności, racjonalności, ekonomiczności, produktywności, korzystności, skuteczności, rezultatywności i opłacalności<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> L. Czechowski, *Wielowymiarowa ocena efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa przemysłowego*, Uniwersytet Gdański, Gdańsk 1977, s. 19.

Tak rozumiana efektywność wyraża stosunek wyniku użytecznego do nakładu (kosztu) poniesionego dla spowodowania tego wyniku. Działalność gospodarcza przedsiębiorstwa ma prowadzić z punktu widzenia właścicieli do wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Jest to uwarunkowane między innymi uzyskiwanymi w przedsiębiorstwie dodatnimi wynikami finansowymi, które uzależnione są od efektywnego wykorzystania posiadanych w przedsiębiorstwie aktywów ogółem. Zarządzanie aktywami w procesie działalności gospodarczej powinno charakteryzować się cechami jakościowymi. Posiadanie aktywów w przedsiębiorstwie wiąże się również z ciągłym poszukiwaniem źródeł ich finansowania oraz ponoszenia kosztów w wyniku ich wykorzystywania.

Aktywa w przedsiębiorstwie wyrażają współdziałanie czynników produkcji w celu produkowania dóbr i usług<sup>2</sup>. Są to dobra materialne i niematerialne, które w procesie aktywnego ich wykorzystania, przyczyniają się do narodzin akumulacji w przedsiębiorstwie, licencji, patentów, „know-how” oraz nowych wartości kapitału ludzkiego<sup>3</sup>.

W ramach zarządzania aktywami przedsiębiorstwa, których cechą szczególną jest wytwarzanie nowej wartości, wykorzystuje się zarówno czynniki aktywne (przyspieszające) np. skuteczna windykacja należności oraz czynniki pasywne (zwalniające) np. mniejszy przyrost rzeczowych w stosunku do finansowych składników majątku trwałego. Jest to swojego rodzaju taktyka przedsiębiorstwa, a więc określony sposób, metoda wpływania na efektywność aktywów poprzez stosowanie wspomnianych wyżej narzędzi (instrumentów) pasywnych i aktywnych. Tak rozumiane zarządzanie kończy się porządkowaniem, systematyką poszczególnych aktywów. Przemieszczanie wzajemne aktywów w ramach podejmowanych decyzji gospodarczych w przedsiębiorstwie powoduje ich zmianę w strukturze i wielkości w stosunku do punktu wyjściowego. Ma to służyć optymalizacji finansowych i niefinansowych wyników ekonomicznych.

W związku z tym proces gospodarowania aktywami w przedsiębiorstwie wiąże się z dwoma rodzajami jego aktywności, a mianowicie<sup>4</sup>:

1. aktywność przedsiębiorstwa związaną z umiejętnością sterowania przepływami tzn. przepływami materialnymi, przepływami informacyjnymi oraz przepływami finansowymi.
2. aktywność przedsiębiorstwa związaną z planowaniem działalności gospodarczej.

Efektywne wykorzystanie aktywów powinno wiązać się więc ze wzrostem produktywności kosztów. Produktywność rozumiana jest jako wartość produkcji sprzedanej na jednostkę wkładu. W związku z tym produktywność kosztów określa wartość przychodu ze sprzedaży przypadająca na jednostkę ponoszonych kosztów. Wzrost produktywności kosztów oznacza, iż każdy jeden złoty zaangażowany w koszcie generuje więcej przychodu ze sprzedaży w badanym okresie w porównaniu z okresem poprzednim. Efektywność działalności gospodarczej powinna wiązać się z wyższą dynamiką przychodu ze sprzedaży nad dynamiką ponoszonych kosztów.

Produktywność kosztów wyższa od jedności wyraża określony poziom dochodowości przedsiębiorstwa.

<sup>2</sup> P. Conso, *La gestion financiere de l'entreprise*, Dunod, Paris 1985, s. 7.

<sup>3</sup> E.F. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1996, s. 49.

<sup>4</sup> A. Courtois, M. Pillet, Ch. Martin, *Gestion de la production*, Les editions d'organisation, Paris 1989, s. 15-16.

Zarządzanie kapitałami własnymi stanowi istotny problem związany z prowadzoną działalnością gospodarczą. Stałe pomnażanie kapitału własnego wpływa na rentowność zaangażowanych środków w działalności gospodarczej przedsiębiorstwa, co przyczynia się do wzrostu jego wartości.

Kapitały własne finansujące aktywa przedsiębiorstwa można podzielić na dwie grupy :

- kapitały własne wniesione,
- kapitały własne wytworzone.

Kapitał własny wniesiony reprezentowany jest przez kapitał podstawowy np. akcyjny lub udziałowy, zaś kapitał własny wytworzony przyjmuje postać kapitału zapasowego, kapitału rezerwowego i wyniku finansowego nie podzielonego.

Kapitały własne uzupełnione kapitałami obcymi są przy prowadzeniu działalności gospodarczej zaangażowane w odpowiednie zasoby aktywów trwałych i obrotowych oraz zasoby osobowe w celu uzyskania zysku netto. Dlatego też w ocenie efektywności gospodarowania przedsiębiorstwa uwzględnić należy powyższe zasoby oraz uzyskiwane w wyniku ich wykorzystania określone przychody ze sprzedaży dające możliwość uzyskiwania dodatnich wyników finansowych.

W procesie podejmowanych decyzji gospodarczych istotną sprawą jest zwrócenie uwagi na wzajemne oddziaływanie wyznaczonych celów w przedsiębiorstwie i zarządzanie procesem produkcyjnym<sup>5</sup>.

Podstawą wszystkich decyzji powinna być ciągła dbałość o zachowanie równowagi między poziomem ryzyka a oczekiwanymi dochodami. Prowadzi to do wzrostu wartości aktywów przedsiębiorstwa, kapitału własnego finansującego działalność gospodarczą oraz do wzrostu zysku.

Zarządzanie kapitałami własnymi polega na osiągnięciu wzrostu przychodu ze sprzedaży i zysku na jednostkę zaangażowanych zasobów osobowych lub majątkowych

Z powyższych rozważań wynika, iż sposoby gospodarowania aktywami przedsiębiorstwa, powinny wiązać się z intensywnym procesem prowadzenia działalności gospodarczej, przy jednoczesnym ciągłym analizowaniu źródeł jej finansowania.

Zarządzanie finansami w przedsiębiorstwie powinno prowadzić głównie do wykrywania i uruchamiania rezerw wzrostu produkcji oraz podejmowania skutecznych przedsięwzięć zmierzających do doskonalenia tego obszaru działania przedsiębiorstwa.<sup>6</sup> Poprawa produktywności i rentowności majątku, stanowi bowiem intensywny, a więc jakościowy sposób uzyskiwania uzyskiwanie korzystniejszych cen oraz wyzwalanie rezerw wewnętrznych, a szczególnie przez efektywny postęp techniczno-organizacyjny.<sup>7</sup> Wzrost ten wiąże się z wyższą wydajnością i rentownością pracy oraz wyższą efektywnością wykorzystania aktywów trwałych.

Wymogom racjonalnego gospodarowania odpowiada wariant gospodarowania intensywnego. Należy zatem dążyć do poprawy osiągania wyników ekonomicznych poprzez maksymalizację oddziaływania czynników intensywnych oraz ograniczenie wpływu czynników ekstensywnych.

<sup>5</sup> P. Baranger, Hugnel, G., *Gestion de la production acteurs, techniques et politiques*, Vnibert, Paris 1987, s. 300.

<sup>6</sup> R. Borowiecki, *Efektywność gospodarowania środkami trwałymi w przedsiębiorstwie*, Warszawa-Kraków 1998, s. 290.

<sup>7</sup> L. Bednarski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE 2002, s. 39.

Wychodząc z powyższych rozważań można stwierdzić, iż zarządzanie finansowe to świadoma działalność kapitału ludzkiego dążąca do wykonywania i projektowania stanów finansowych zgodnie z wytyczonymi celami w przedsiębiorstwie w kierunku wzrostu jego wartości.

Przedsiębiorstwo jest specyficzną organizacją grupującą zasoby ludzkie, rzeczowe i finansowe w taki sposób, aby przyjęty system zarządzania przez właścicieli i zarządzających wykazał optymalną skuteczność. Prowadzi to w prostej linii do uzyskiwania efektów finansowych i niefinansowych pozwalających na ciągły rozwój przedsiębiorstwa, a co za tym idzie na ciągły wzrost jego wartości.

Powyższe stwierdzenia pozwalają stwierdzić, iż istnieje bezpośrednie powiązanie rentowności kapitału własnego z generowaniem zysków z posiadanych aktywów w przedsiębiorstwie. One są odpowiedzialne za efektywność zarządzania zaangażowanych kapitałów własnych poprzez wykorzystanie w działalności gospodarczej kapitałów obcych.

Prowadzi to do wzrostu wartości aktywów przedsiębiorstwa, kapitału własnego finansującego działalność gospodarczą oraz do wzrostu zysku.

Pojęcie wartości firmy we współczesnej gospodarce rynkowej utożsamiane jest z maksymalizacją wartości rynkowej istniejącego kapitału własnego właścicieli<sup>8</sup>. Inaczej mówiąc celem głównym zarządzających przedsiębiorstwem jest pomnażanie zainwestowanych w akcje lub udziały środków pieniężnych.

Świadome wpływanie na kształtowanie się poziomu wartości przedsiębiorstwa przyjmuje przy tym postać zinstytucjonalizowanych i formalnych posunięć, które służyć będą maksymalizacji tej wartości w interesie korzyści właścicieli, np: akcjonariuszy w spółce akcyjnej i w celu kształtowania pożądanego tempa, rozwoju oraz właściwego wizerunku przedsiębiorstwa na rynku.

Pomnażanie wartości przedsiębiorstwa ma wymiar finansowy i niefinansowy. Można tylko wskazać, iż to wzajemne uzupełnianie się następuje z określonym przesunięciem czasowym. Wartość firmy tak rozumiana staje się składnikiem majątku o charakterze niematerialnym, niezależnym od kosztów jego wytworzenia, przypisanym przedsiębiorstwu działającemu na zasadzie kontynuacji poza którym nie występuje w sposób samoistny<sup>9</sup>.

Wybór kapitału własnego, obcego lub mieszanego finansującego działalność gospodarczą musi opierać się o analizę kosztów użycia kapitału. Wynika z niej, że nie zawsze kapitał własny jest tańszy od kapitału obcego i na odwrót. Tak więc wybór źródeł finansowania działalności gospodarczej musi opierać się o rachunek ekonomiczny.

Koszt kapitału własnego stanowi wymagany przez akcjonariuszy dochód z ich inwestycji w akcje przedsiębiorstwa.<sup>10</sup> Są to więc koszty związane z wypłacanymi dywidendami lub udziałami w zysku przedsiębiorstwa. Koszty użycia kapitałów obcych zaś to koszty operacji finansowych, np. prowizje i odsetki płacone przez przedsiębiorstwa.

Koszt kapitału wyraża koszt finansowania przedsiębiorstwa i stanowi na ogół wymaganą stopę zwrotu przy ocenie ekonomicznej efektywności projektów inwestycyjnych.<sup>11</sup>

<sup>8</sup> S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC Warszawa 1999, s.26-27.

<sup>9</sup> A.Kamela-Sowińska, *Wartość firmy*, PWE Warszawa 1996, s.76.

<sup>10</sup> S. A. Ross, R. W. Westerfield, B. D. Jordan, *Corporate Finance*, R. D. Irwin Boston 1996, s. 464-481.

<sup>11</sup> E. F. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1996 s. 26.

Chociaż przedsiębiorstwo jest finansowane z różnych źródeł, to koszt jego kapitału powinno się traktować w sposób kompleksowy. Jego najbardziej syntetycznym miernikiem jest średnioważony koszt kapitału.

Wycena kosztu kapitału poszczególnych jego składników dokonywana jest przy wykorzystaniu modeli wyceny aktywów oraz szacowaniu oczekiwanej stopy zwrotu z aktywów. Średnioważony koszt kapitału zmienia się wraz z ilością środków finansowych pozyskiwanych przez przedsiębiorstwo. Użycie kapitału własnego i obcego prowadzi do określenia średnioważonego kosztu kapitału związanego z finansowaniem majątku przedsiębiorstwa. Poniżej przedstawiono ogólny wzór na wyliczenie średnioważonego kosztu kapitału (WACC):

$$\text{WACC} = W_{kwl} * K_{kw} + W_d * K_d (1 - T)$$

gdzie:

$W_{kwl}$  – udział (waga) procentowy kapitału własnego w finansowaniu majątku przedsiębiorstwa

$K_{kw}$  – koszt użycia kapitału własnego rozumiany jako wielkość dywidendy oczekiwanej przez akcjonariuszy

$W_d$  – udział (waga) długu w kapitałach finansujących działalność gospodarczą przedsiębiorstwa

$K_d$  – koszt użycia kapitału obcego

$(1 - T)$  – wskaźnik korygujący koszty kapitału obcego o efekt tarczy podatkowej

Jak wynika z powyższych rozważań, sposoby zarządzania aktywami przedsiębiorstw powinny wiązać się z intensywnym procesem prowadzenia działalności gospodarczej, przy jednoczesnym ciągłym analizowaniu źródeł jej finansowania z punktu widzenia kosztów ich użycia. Kategoria kosztów kapitału znajduje bezpośrednie zastosowanie w rachunku opłacalności przedsięwzięć inwestycyjnych.<sup>12</sup> Koszty te stanowią bowiem najważniejszy element uwzględniany przy wyborze stopy procentowej, będącej podstawowym parametrem rachunku ekonomicznego. Konieczne jest zatem określenie możliwie obiektywizowanej wielkości kosztów użycia kapitałów własnych i obcych. Koszty użycia kapitałów własnych wiążą się z oczekiwaniem właścicieli na udział w zysku bieżącym i oczekiwanym, na oczekiwaną stopę zwrotu czy osiągnięcie dochodów związanych z dochodowością obligacji łącznie z premią za ryzyko. Koszty użycia kapitałów obcych wiążą się z kosztami operacji finansowych związanymi z kredytami bankowymi czy wyemitowanymi przez przedsiębiorstwo obligacjami.

Określając koszt kapitału ogółem jako koszt posiadania przez przedsiębiorstwo określonej struktury pasywów, można stwierdzić, iż stanowi on minimalną stopę rentowności z kapitału, który musi osiągnąć przedsiębiorstwo. Jest to minimalna cena za wykorzystanie określonej struktury kapitału własnego i obcego. Inaczej mówiąc koszt kapitału określany jest jako minimalna akceptowalna stopa zwrotu, którą musi uzyskać podmiot ze swoich inwestycji, aby utrzymana została wartość rynkowa jej akcji.<sup>13</sup>

<sup>12</sup> M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstw według standardów światowych*, PWN, Warszawa 2004, s.289-292.

<sup>13</sup> K. Janasz, W. Janasz, J. Wiśniewska, *Zarządzanie kapitałem w przedsiębiorstwie*, Difin, Warszawa 2007, s.67.

Posiadane pasywa są ściśle związane z posiadanymi aktywami. W związku z tym interesującym badaniem, może być ich ocena sprawności działania z punktu widzenia kosztów użycia kapitałów własnych i obcych.

Istotnym problemem w zarządzaniu kapitałem własnym jest ciągle poszukiwanie możliwości jego powiększania. Efektem bezpośrednim jest ciągle dążenie do wzrostu produktywności kapitału własnego w korelacji z jego rentownością. Wychodząc z punktu widzenia gospodarowania intensywnego korelacja ta powinna prowadzić do następującej nierówności:

$$I \frac{S_n}{K_{wł}} < I \frac{Z_n}{K_{wł}}$$

gdzie:

I – dynamika zjawisk wynikająca z porównania okresu bieżącego z ubiegłym lub planowanego z bieżącym,

$S_n$  – przychody ze sprzedaży,

$Z_n$  – zysk netto,

$\frac{S_n}{K_{wł}}$  - produktywność kapitału własnego,

$\frac{Z_n}{K_{wł}}$  - rentowność kapitału własnego.

Poziom wskaźnika rentowności kapitału własnego (ROE), a więc tej rentowności, która jest w obszarze zainteresowania właścicieli przedsiębiorstwa, stanowi podstawę do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Decyzje te dotyczą:

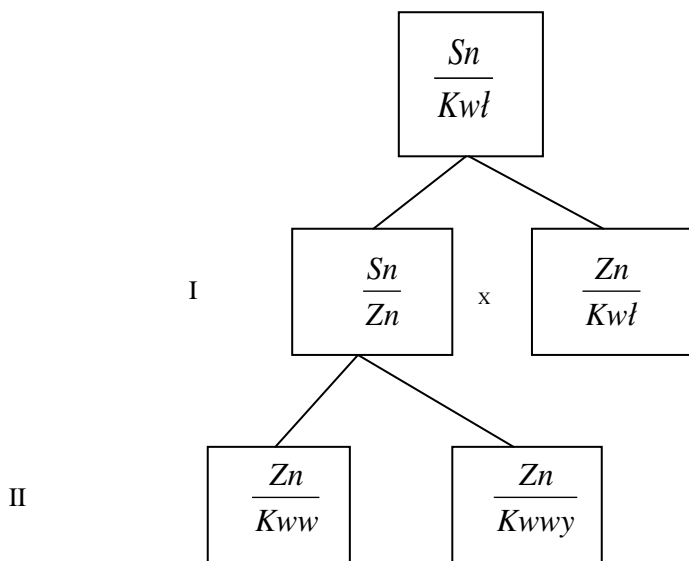
- dalszego inwestowania w aktywa przedsiębiorstwa lub
- przeznaczenia wypracowanej dywidendy na inwestycje poza własne przedsiębiorstwo.

Poziom opisywanej rentowności musi korelować z posiadaniem przez przedsiębiorstwo bieżącej, szybkiej i gotówkowej płynności finansowej.

Płynność finansowa przedsiębiorstw rozumiana jako zdolność do terminowej spłaty bieżących zobowiązań finansowych zależy z jednej strony od umiejętności zarządzania zasobami finansowymi, zapasami (materiałami, półproduktami i produkcją w toku, wyrobami gotowymi) i należnościami oraz od zarządzania aktywami trwałymi. Główną przyczyną upadku małych i średnich przedsiębiorstw w krajach wysoko rozwiniętych nie jest brak zyskowności, a właśnie utrata płynności finansowej<sup>14</sup>.

Powyższe rozważania pozwalają na sformułowanie poniższej piramidy wskaźnikowej określającej w formie modelu oceny produktywności kapitałów w przedsiębiorstwie. Zostało to przedstawione na schemacie 1.

<sup>14</sup> M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1997, s. 7.



**Schemat 1.** Model oceny produktywności kapitałów w przedsiębiorstwie

Źródło: opracowanie własne.

gdzie :

$\frac{S_n}{K_{wł}}$  - produktywność kapitału własnego,

$\frac{S_n}{Z_n}$  - produktywność zysku netto,

$\frac{Z_n}{K_{wł}}$  - rentowność kapitału własnego,

$\frac{Z_n}{K_{ww}}$  - rentowność kapitału własnego wniesionego,

$\frac{Z_n}{K_{wwy}}$  - rentowność kapitału własnego wytworzonego w wyniku działalności gospo-

darczej.

Przedsiębiorstwo we współczesnej gospodarce rynkowej powinno być nacechowane ciągłym dążeniem do zwiększania płynności środków finansowych. Zwiększenie ruchu pieniądza poprzez jego szerszy i silniejszy strumień pozwala na zwiększenie efektywności gospodarki finansowej. Przyczynia się to z jednej strony do zmniejszania kosztów użycia kapitałów własnych i obcych, z drugiej zaś do zwiększania siły inwestowania w poszczególnych kierunkach działalności gospodarczej przedsiębiorstwa.

Schemat 1 jednoznacznie wskazuje, iż wykorzystanie kapitału własnego musi być skorelowane z uzyskiwaniem przychodów ze sprzedaży w przedsiębiorstwie. Prowadzi to

w prostej linii do wskazania, że wielkość przychodów determinuje poziom uzyskiwanej produktywności zysku netto ( określamy ile przychodów należy wygenerować w przedsiębiorstwie, aby uzyskać jedną jednostkę zysku netto ) oraz poziom rentowności kapitału własnego ( najważniejsza rentowność z punktu widzenia właścicieli przedsiębiorstwa w aspekcie podejmowania decyzji co do kierunków inwestowania ). Istotnym badaniem jest analiza poziomu zysku netto z punktu widzenia zaangażowania kapitału założycielskiego oraz co jest najważniejsze możliwość pomnażania kapitału wytworzonego, przy wspomaganie kapitału obcego ( efekt tarczy podatkowej ).

### 3. Podsumowanie

Zarządzanie w przedsiębiorstwie uzależnione jest od inwestorów własnych i obcych, gdyż ich kapitał kreuje przyszłą wartość przedsiębiorstwa. Kapitały własne decydują o pozycji przedsiębiorstwa, o jego wartości. Ich wzrost uzależniony jest między innymi od efektywnego zarządzania kapitałami obcymi. Wykorzystanie kapitałów w procesie zarządzania aktywami przedsiębiorstwa, powinno wiązać się z intensywnym procesem prowadzenia działalności gospodarczej, przy jednoczesnym ciągłym analizowaniu źródeł jej finansowania.

Poprawa produktywności i rentowności majątku, stanowi bowiem intensywny, a więc jakościowy sposób uzyskiwania przyrostu produkcji wyrobów gotowych lub usług.

Intensywność działania procesie zarządzania to osiąganie efektów ekonomicznych przy wykorzystaniu czynników jakościowych. Wiąże się to z wyższą wydajnością i rentownością zasobów przedsiębiorstwa.

Wymogom racjonalnego gospodarowania odpowiada wariant gospodarowania intensywnego. Należy zatem dążyć do poprawy osiągania wyników ekonomicznych poprzez maksymalizację oddziaływania czynników intensywnych oraz ograniczenie wpływu czynników ekstensywnych

### 4. Literatura

- [1] Baranger P, Hugnel, G., *Gestion de la production acteurs, techniques et politiques*, Vnibert, Paris 1987.
- [2] Bednarski L., *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE 2002.
- [3] Borowiecki R., *Efektywność gospodarowania środkami trwałymi w przedsiębiorstwie*, Warszawa-Kraków 1998.
- [4] Brigham E.F., *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1996.
- [5] Conso P., *La gestion financiere de l'entreprise*, Dunod, Paris 1985.
- [6] Courtois A, Pillet M, Martin Ch, *Gestion de la production, Les editions d'organisation*, Paris 1989.
- [7] Czechowski L., *Wielowymiarowa ocena efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa przemysłowego*, Uniwersytet Gdański, Gdańsk 1977.
- [8] Janasz K., Janasz W., Wiśniewska J., *Zarządzanie kapitałem w przedsiębiorstwie*, Difin, Warszawa 2007.
- [9] Kamela-Sowińska A., *Wartość firmy*, PWE Warszawa 1996.
- [10] Ross S.A, Westerfield W., Jordan B. D., *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC Warszawa 1999.
- [11] Ross, R., Westerfield W., Jordan B.D., *Corporate Finance*, R. D. Irwin Boston 1996.



- [12] Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstw według standardów światowych*, PWN, Warszawa 2004.
- [13] Sierpińska M., Wędzki D., *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1997.

### Streszczenie

*Kapitały własne wspomagane kapitałami obcymi w działalności gospodarczej przedsiębiorstw angażowane są w odpowiednie zasoby aktywów trwałych i obrotowych oraz zasoby osobowe w celu uzyskania zysku netto. Dlatego też w ocenie efektywności gospodarowania przedsiębiorstwa uwzględnić należy powyższe zasoby oraz uzyskiwane w wyniku ich wykorzystania określone przychody ze sprzedaży dające możliwość uzyskiwania dodatnich wyników finansowych.*

**Słowa kluczowe:** kapitał własny, efektywność kapitału obcego, produktywność i rentowność kapitału własnego, efekt tarczy podatkowej.

### DIRECTIONS MANAGEMENT EQUITY CAPITAL IN ENTERPRISES

#### Summary

*Equity assisted foreign capitals in the economic activities of enterprises engaged in the necessary resources, plant and equipment and financial and personal resources to achieve the net profit. The refore, in assessing the effectiveness of management companies should take into account the above resources and produced as a result of their use of certain revenues for the possibility of obtaining positive financial results.*

**Keywords:** equity, foreign capital efficiency, productivity and return on equity, the effect of the tax shield.

*Translated by Mirosław Krajewski*

MIROSLAW KRAJEWSKI  
Uniwersytet Gdański  
e-mail: mirkraj@gnu.univ.gda.pl

