



Rafał Rębilas

FINANSOWANIE INWESTYCJI PRZEDSIĘBIORSTW

Difin

FINANSOWANIE INWESTYCJI PRZEDSIĘBIORSTW

Rafał Rębilas

FINANSOWANIE INWESTYCJI PRZEDSIĘBIORSTW

Difin

Praca naukowa dofinansowana przez Wyższą Szkołę Biznesu
w Dąbrowie Górniczej.

Copyright © by Difin SA
Warszawa 2014

Wszelkie prawa zastrzeżone. Kopiowanie, przedrukowywanie
i rozpowszechnianie całości lub fragmentów niniejszej pracy
bez zgody wydawcy zabronione.

Książka ta jest dziełem twórcy i wydawcy. Prosimy, abyś
przestrzegał praw, jakie im przysługują. Jej zawartość możesz
udostępnić nieodpłatnie osobom bliskim lub osobiście
znanym, ale nie publikuj jej w internecie. Jeśli cytujesz jej
fragmenty, nie zmieniaj ich treści i koniecznie zaznacz, czyje
to dzieło. A kopiując jej część, rób to jedynie na użytek
osobisty. Szanujmy cudzą własność i prawo.

Wydanie pierwsze

Recenzent
prof. zw. dr hab. Ryszard Borowiecki
prof. zw. dr hab. Krzysztof Marcinek

Redaktor prowadzący
Tomasz Serafin

Korekta
Katarzyna Dąbrowska

Projekt okładki
Łukasz Piotrowski

ISBN 978-83-7930-533-9

Difin SA
Warszawa 2014
00-768 Warszawa, ul. F. Kostrzewskiego 1
tel. 22 851 45 61, 22 851 45 62, fax 22 841 98 91
Księgarnie internetowe Difin:
www.ksiegarnia.difin.pl www.ksiegarniasgh.pl
Skład i łamanie: Łukasz Piotrowski
Edit sp. z o.o., www.editstudio.pl
Wydrukowano w Polsce

Spis treści

Wstęp	9
Rozdział I. Charakterystyka procesu inwestycyjnego w przedsiębiorstwie w warunkach nowej gospodarki	13
1.1. Inwestycje jako podstawowy czynnik warunkujący rozwój przedsiębiorstwa	13
1.2. Uczestnicy i fazy rzeczowego przedsięwzięcia inwestycyjnego	23
1.3. Determinanty wyboru inwestycji	27
1.4. Uwarunkowania realizacji inwestycji w okresie spowolnienia gospodarczego	31
1.5. Ryzyko przedsięwzięć inwestycyjnych w nowych warunkach gospodarczych	34
Rozdział II. Ocena efektywności prognozowanej inwestycji jako instrument zarządzania przedsięwzięciem inwestycyjnym	43
2.1. Istota analizy efektywności finansowej przedsięwzięcia inwestycyjnego	43
2.2. Proste i dyskontowe metody oceny opłacalności inwestycji	48
2.3. Uwzględnianie ryzyka w ocenie efektywności inwestycji	56
Rozdział III. Wpływ kosztu kapitału na efektywność inwestycji	61
3.1. Źródła kapitału finansującego inwestycję	61
3.2. Struktura, koszt i rentowność kapitału	64

3.3. Ryzyko zmiany kosztu kapitału a efektywność inwestycji	70
3.4. Wpływ polityki państwa na koszt kapitału finansującego inwestycję	72

Rozdział IV. Podstawowe źródła finansowania inwestycji	78
4.1. Finansowanie własne przedsięwzięć inwestycyjnych	78
4.2. Kredyty inwestycyjne jako klasyczne źródło finansowania inwestycji	87
4.3. Uwarunkowania finansowania inwestycji przez syndykat kredytowy	97
4.4. Specyfika <i>project finance</i>	102

Rozdział V. Efektywność finansowania inwestycji leasingiem	106
5.1. Charakterystyka leasingu jako instrumentu finansującego inwestycję	106
5.2. Leasing operacyjny czy leasing kapitałowy – dylemat inwestora	113
5.3. Leasing a efektywność przedsięwzięcia inwestycyjnego	117

Rozdział VI. Dłużne papiery wartościowe jako instrument finansowania inwestycji	125
6.1. Papiery dłużne w finansowaniu inwestycji przedsiębiorstw	125
6.2. Firma inwestycyjna w procesie finansowania rozwoju przedsiębiorstwa drogą emisji długu	131
6.3. Syndykaty inwestycyjne w finansowaniu inwestycji drogą emisji obligacji	143
6.4. Ustalanie kosztu kapitału pozyskanego drogą emisji długu	145
6.5. Przesłanki finansowania inwestycji dłużnymi papierami wartościowymi	147

Rozdział VII. <i>Private equity</i> – szansa czy zagrożenie rozwoju przedsiębiorstwa?	155
7.1. Istota finansowania <i>private equity</i> i <i>venture capital</i>	155
7.2. Fazy rozwoju przedsiębiorstwa a finansowanie <i>private equity</i>	157
7.3. Podmioty dostarczające kapitału na zasadach <i>private equity</i>	162
7.4. Procedura pozyskania kapitału <i>private equity</i>	164
7.5. Korzyści i ryzyko związane z finansowaniem <i>private equity</i>	168

Rozdział VIII. Inwestycje rzeczowe przedsiębiorstw i źródła ich finansowania w Polsce w warunkach nowej gospodarki	172
8.1. Wartość inwestycji przedsiębiorstw w Polsce w latach 2001–2012	172
8.2. Kredyty inwestycyjne w finansowaniu inwestycji przedsiębiorstw	177
8.3. Statystyki finansowania inwestycji leasingiem w Polsce	181
8.4. Dłużne papiery wartościowe w finansowaniu działalności rozwojowej przedsiębiorstwa	187
8.5. Rozwój rynku <i>private equity</i> w Polsce	191
 Zakończenie	 199
Bibliografia	201
Spis tabel	209
Spis schematów	210
Spis wykresów	211

Wstęp

Podstawowym i nadrzędnym celem funkcjonowania przedsiębiorstwa z punktu widzenia jego właścicieli jest maksymalizacja wartości¹. Przedsiębiorstwa dążą do maksymalizacji wartości rynkowej poprzez rozwój, który nie jest możliwy bez realizacji przez nie inwestycji rzeczowych. Decyzje z zakresu inwestowania stanowią najważniejszy obszar zarządzania przedsiębiorstwem. Ich skutki mają charakter długofalowy, wpływają na przyszłą sytuację ekonomiczną podmiotu gospodarczego. Inwestycje przedsiębiorstw charakteryzują określone parametry, ściśle ze sobą powiązane, których znajomość jest niezbędnie potrzebna inwestorowi celem racjonalnego podjęcia decyzji o inwestowaniu. Wielkości te określają rachunek finansowej opłacalności inwestycji.

Podstawowym warunkiem skutecznej realizacji inwestycji jest jej odpowiednie finansowanie. Podjęcie decyzji o inwestycji nierozłącznie wiąże się z dokonaniem wyboru źródła jej finansowania. Powszechnie przyjęło się stwierdzenie, że przedsiębiorstwo będzie inwestować wówczas, gdy znajdzie niezbędny kapitał. W warunkach stabilnej gospodarki rynkowej przedsiębiorstwa stosunkowo łatwo pozyskują niezbędne do finansowania rozwoju środki finansowe. Ich podstawowym źródłem są kredyty bankowe oraz kapitał własny zebrany drogą akumulacji zysku i dokonywania wpłat przez właścicieli. Wpłaty właścicieli następują poprzez wnoszenie i podnoszenie kapitału udziałowego lub poprzez emisję akcji. Wymienione, podstawowe formy finansowania inwestycji uzupełniane są środkami pozyskiwanymi w drodze emisji dłużnych papierów wartościowych, zawierania transakcji leasingowych czy też wnoszeniem kapitału przez podmioty trzecie na zasadach *private equity*. W tych okolicznościach istotnym zagadnieniem jest to, jak wybór źródła finansowania inwestycji determinuje jej realizację, w szczególności wpływając na efektywność finansową konkretnego przedsięwzięcia.

¹ R. Borowiecki (red.), *Pomiar i ocena procesów kreowania wartości w badaniu efektywności przedsiębiorstwa*, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2009, s. 88.

Sytuacja istotnie zmienia się w okresie dynamicznych zmian zachodzących w gospodarce, a w szczególności na rynkach finansowych. Nowe instrumenty finansowe pozwalające na agresywne inwestowanie, ale i pozyskiwanie środków na finansowanie inwestycji rzeczowych, umiędzynarodowienie kapitału, swoboda jego transferu, mnogość i różnorodność instytucji finansowych, permanentne zmiany stóp procentowych i kursów walut określają współczesne warunki finansowania inwestycji przedsiębiorstw. Postępujący proces globalizacji z jej uwarunkowaniami, wyrażającymi się między innymi w koncentracji kapitału, współpracy a także konkurencji przedsiębiorstw w wymiarze globalnym, oparciu gospodarki na wiedzy, innowacjach i nowoczesnych technologiach wpływa na działalność przedsiębiorstwa we wszystkich jego aspektach². W szczególności jednak proces globalizacji determinuje podejmowanie decyzji inwestycyjnych oraz pośrednio określa ich treść. Również wyjątkowo niestabilne otoczenie przedsiębiorstwa (w każdym jego segmencie), które charakteryzują okresy intensywnego wzrostu gospodarczego, ale i głębokiego kryzysu, generuje ponadprzeciętne ryzyko realizacji inwestycji przedsiębiorstw.

W tych warunkach, charakterystycznych dla „nowej gospodarki”, istotne znaczenie dla prawidłowego rozwoju przedsiębiorstwa ma dobór źródeł finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych. Problem ten nabiera szczególnego znaczenia w okresie kryzysu na rynkach finansowych. Kapitałodawcy zewnętrzni zdecydowanie ostrożniej podchodzą do finansowania długoterminowego o podwyższonym stopniu ryzyka. Wpływa to istotnie nie tylko na wielkość inwestycji przedsiębiorstw, ale również strukturę ich finansowania oraz koszt pozyskiwanego kapitału, a przez to ekonomiczną opłacalność inwestycji.

Przedmiotem niniejszej pracy jest analiza źródeł finansowania inwestycji przedsiębiorstw. Analiza ta dokonana została z uwzględnieniem specyficznych uwarunkowań gospodarki początku XXI wieku.

Prezentowane rozważania powinny wyposażyć zarządzających inwestycjami rzeczowymi w kompetencje, pozwalające na dokonanie racjonalnego wyboru źródła ich finansowania w specyficznych warunkach ekonomicznych. W tym aspekcie, studia niniejszej pracy, pomagają w nabyciu umiejętności zaprojektowania optymalnej struktury finansowania inwestycji: uwzględniającej koszt pozyskiwanego kapitału, elastyczność dysponowania środkami oraz czynniki ryzyka związanego z poszczególnymi źródłami finansowania (przede wszystkim charakterystycznymi dla okresu spowolnienia gospodarczego i niestabilności na

² R. Borowiecki, T. Rojek, *Procesy globalizacji i ich uwarunkowania*, [w:] (red.) R. Borowiecki, *Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach globalizacji – szanse i zagrożenia*, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2014, s. 25.

rynkach finansowych). Bardzo istotnym zagadnieniem poruszonym w pracy jest odniesienie kosztu pozyskiwanego kapitału do finansowej opłacalności inwestycji, która stanowi najczęściej podstawową przesłankę podjęcia decyzji o realizacji inwestycji bądź jej zaniechaniu.

Celem badawczym pracy jest zweryfikowanie następujących hipotez:

- w warunkach wyjątkowej niestabilności otoczenia gospodarczego, w szczególności w okresie kryzysu gospodarczego, przedsiębiorstwa zmniejszają aktywność inwestycyjną, pomimo istnienia pozytywnych przesłanek w tym zakresie,
- zmniejszenie wartości inwestycji rzeczowych przedsiębiorstw spowodowane jest ograniczeniem źródeł finansowania inwestycji,
- uwarunkowania nowej gospodarki determinują zmianę w zakresie struktury finansowania inwestycji.

Realizując postawiony cel przyjęto metodę dedukcji przy jednoczesnym wykorzystaniu analizy opisowej i krytycznej odnoszącej się do przedmiotu pracy. Natomiast zakres badań empirycznych obejmuje wartość inwestycji i źródła ich finansowania w Polsce w latach 2001–2012, to jest okresie wyjątkowych turbulencji w gospodarce światowej. Analizując dane za ten okres możliwe jest porównanie określonych wielkości w sytuacji zarówno intensywnego wzrostu gospodarczego, jak i jego spowolnienia wywołanego światowym kryzysem gospodarczym.

Całość zagadnień ujęta została w ośmiu rozdziałach. Rozdział pierwszy stanowi wprowadzenie w zagadnienia stanowiące przedmiot opisanych wyżej rozważań. Przedstawiono w nim istotę procesu inwestycyjnego w przedsiębiorstwie i jego wpływ na rozwój danej jednostki gospodarczej. Szczególną uwagę poświęcono zagadnieniu ryzyka w procesie inwestycji rzeczowych oraz uwarunkowań realizacji inwestycji determinowanych przez wyjątkowo niestabilne otoczenie gospodarcze.

W rozdziałach drugim i trzecim omówiono problematykę rachunku ekonomicznej opłacalności przedsięwzięcia inwestycyjnego oraz kosztu kapitału pozyskiwanego na finansowanie inwestycji. Jednocześnie wskazano na zależności występujące pomiędzy tymi zagadnieniami. Zaproponowany zestaw wskaźników i miar nie stanowi pełnego zbioru metod i instrumentów, jest jednak wystarczającym do pełnego zrozumienia, zarówno przez zarządzających inwestycjami jak i je finansujących, uwarunkowań ekonomicznych inwestycji. Powyższe pozwala na podjęcie racjonalnej decyzji w zakresie inwestowania bądź finansowania przedsięwzięcia.

Cztery kolejne rozdziały stanowią dogłębną analizę uwarunkowań finansowania inwestycji przy wykorzystaniu różnych źródeł kapitału. Zaprezentowane zostały: istota poszczególnych form finansowania inwestycji, szanse i zagrożenia jakie niosą ze sobą dla inwestora (ale i kapitałodawcy) oraz ich wpływ na efektyw-

ność przedsięwzięcia inwestycyjnego. W przeprowadzonej analizie szczególną uwagę poświęcono uwarunkowaniom pozyskiwania kapitału na finansowanie inwestycji drogą emisji dłużnych papierów wartościowych. Ten segment rynku finansowego w ostatnich latach w Polsce rozwinął się najbardziej dynamicznie, o czym świadczyć mogą zaprezentowane w kolejnym rozdziale statystyki. Jednak wiedza zarządzających na ten temat nadal jest niewspółmiernie niska w porównaniu z wiedzą na temat kredytowania inwestycyjnego czy też leasingu. Oprócz klasycznych źródeł finansowania inwestycji w części tej przedstawiono również finansowanie na zasadach *private equity*. W tym zakresie polski rynek funduszy, jakkolwiek najszybciej rozwijający się z krajów Europy Środkowo-Wschodniej, dalej pozostaje niszowym.

Ostatnia część pracy (rozdział ósmy) to analiza wielkości inwestycji oraz źródeł ich finansowania w Polsce w dwóch następujących po sobie okresach: boomu gospodarczego lat 2001–2007 oraz spowolnienia gospodarczego jakie miało miejsce w latach 2008–2012, wywołanego światowym kryzysem gospodarczym. W części tej wykorzystano dane statystyczne obrazujące poziom finansowania inwestycji konkretnymi instrumentami finansowymi.

W niniejszej publikacji poszczególne zagadnienia zostały zaprezentowane w zakresie istotnym i niezbędnym z punktu widzenia postawionego celu pracy, w szczególności umożliwiając weryfikację postawionych hipotez. **Jednocześnie w pracy, skoncentrowano się na aspektach praktycznych przedsięwzięć inwestycyjnych, zarówno widzianych oczyma inwestora, jak i kapitałodawcy finansującego inwestycje.** Stąd pozycja ta przeznaczona jest przede wszystkim dla przedsiębiorców, planujących realizację inwestycji. Przydatna powinna być również zarządzającym, którzy podejmują decyzje w zakresie finansowania inwestycji, niezależnie czy reprezentują własny kapitał, bank, czy inną instytucję angażującą się w finansowanie inwestycji. Wykorzystana może być również przez studentów kierunków ekonomicznych, celem pogłębionych studiów w zakresie prezentowanej tematyki.

Rozdział

Charakterystyka procesu inwestycyjnego w przedsiębiorstwie w warunkach nowej gospodarki

1.1. Inwestycje jako podstawowy czynnik warunkujący rozwój przedsiębiorstwa

Kryzys finansowy zapoczątkowany w USA w 2007 roku szybko przerodził się w globalny kryzys gospodarczy. Zarówno w USA, Japonii, jak i państwach strefy euro po wielu latach wzrostu nastąpiła głęboka recesja gospodarcza. Jej objawem była ujemna dynamika produktu krajowego brutto, spadek inwestycji przedsiębiorstw, zmniejszające się wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych. Wiele instytucji finansowych i przedsiębiorstw sektora niefinansowego w obrobie przed upadłością musiało korzystać z pomocy publicznej³. Nastąpił kryzys zaufania na rynkach finansowych, skutkujący ograniczeniem działalności kredytowej banków, zarówno na rynku międzybankowym jak i w relacjach z przedsiębiorstwami sektora niefinansowego. Kryzys ten wpłynął również na polską gospodarkę, chociaż jego skutki nie były tak wyraźne jak we wspomnianych krajach. O ile w strefie euro można mówić o kryzysie gospodarczym, w Polsce nastąpiło spowolnienie gospodarcze. Oznaką tego spowolnienia była zmniejszająca się dynamika produktu krajowego brutto (tabela 1).

Tabela 1. Dynamika produktu krajowego brutto w Polsce w latach 2006–2010

Rok	2006	2007	2008	2009	2010
Produkt Krajowy Brutto	106,2	106,8	105,1	101,6	103,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie: GUS, Mały rocznik statystyczny za 2011 rok.

³ R. Hanisz, *Problem rozwoju przedsiębiorstw niefinansowych w warunkach niestabilnego otoczenia*, [w:] R.N. Hanisz (red.), *Inwestycje przedsiębiorstw i źródła ich finansowania. Teoria i praktyka*, Wyższa Szkoła Biznesu w Dąbrowie Górniczej, Dąbrowa Górnicza 2012, s. 14.

W szczególności negatywny wpływ kryzysu gospodarczego widoczny jest w 2009 roku, w którym nastąpił spadek dynamiki PKB z 105,1 do 101,6. Jednym z efektów pogłębiającego się kryzysu gospodarczego na świecie była również zmiana polityki kredytowej banków działających w Polsce. W 2009 roku nastąpił co prawda nominalny przyrost kredytów ogółem, zanotowano jednak niekorzystną z punktu widzenia gospodarki narodowej, ale i przedsiębiorstw sektora niefinansowego zmianę struktury kredytowej⁴. Udział kredytów dla przedsiębiorstw w strukturze kredytów sektora niefinansowego zmniejszał się z 40,2% w 2007 r. do 38,4% w 2008 roku i 34,6% w roku 2009. Istotnie zmniejszył się również wolumen kredytów dla przedsiębiorstw. Tylko na przestrzeni roku, w okresie 2008–2009 wartość kredytów dla przedsiębiorstw spadła z 233,3 mld zł do 222,1 mld zł. Powyższe świadczy o dużej awersji banków do ryzyka związanego z finansowaniem działalności gospodarczej. Natomiast dla zarządzających przedsiębiorstwami powstał istotny problem związany z możliwością finansowania rozwoju.

Przedsiębiorstwo dążąc do maksymalizacji swojej wartości skazane jest na intensywny rozwój, który może nastąpić na jeden z dwóch sposobów: zewnętrzny lub wewnętrzny⁵. Rozwój zewnętrzny polega na poszukiwaniu zasobów niezbędnych do realizacji strategii poza przedsiębiorstwem. Najczęściej ta forma rozwoju przedsiębiorstwa dokonywana jest poprzez fuzje i przejęcia innych podmiotów. Fuzja stanowi połączenie dwóch lub więcej przedsiębiorstw, w których tracą one osobowość prawną, a zamiast nich z połączonych majątków i kapitałów powstaje nowe przedsiębiorstwo (nowy podmiot prawa)^{6, 7}. W praktyce biznesowej dochodzi zarówno do fuzji pionowych jak i poziomych⁸. Fuzje pionowe następują w ramach procesu technologicznego, natomiast fuzje poziome konsolidują podmioty należące do tego samego sektora. Mogą one dotyczyć wcześniejszych konkurentów jak i przedsiębiorstw niekonkurujących

⁴ R.N. Hanisz, *Aktywność polskiego sektora bankowego w warunkach ogólnej awersji do ryzyka. Próba oceny*, [w:] I. Pyka, J. Cichorska (red.), *Finanse w niestabilnym otoczeniu – dylematy i wyzwania. Bankowość*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2012, s. 455–457.

⁵ W. Jakubowska, *Sposoby rozwoju przedsiębiorstw zdedyfikowanych*, [w:] „Studia i prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, Zeszyt Naukowy 118, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2012, s. 85.

⁶ W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia. Podstawowe pojęcia*, [w:] W. Frąckowiak (red.), *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwa Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 26.

⁷ Pojęciem zbliżonym do fuzji jest inkorporacja, której efektem finalnym jest również pozostanie na rynku jednego przedsiębiorstwa, przy czym nie jest to nowopowstały w sensie prawnym podmiot, lecz jeden z już istniejących przed połączeniem. Różnica polega również na tym, że w przypadku klasycznej fuzji występuje dobrowolne działanie partnerów, natomiast w inkorporacji nie jest to już regułą.

⁸ Z. Pierścioneł, *Fuzje i przejęcia w procesie globalizacji przedsiębiorstw*, Warszawa 2001, s. 14.

ze sobą. W pierwszym przypadku celem fuzji jest zazwyczaj umocnienie pozycji rynkowej, wejście poszczególnych podmiotów na nowe dla siebie rynki (dotychczas zdominowane przez konkurenta), uzyskanie efektu synergii kosztowej, wzrost potencjału badawczego. W przypadku fuzji przedsiębiorstw nie konkurujących ze sobą celem jest najczęściej dywersyfikacja przychodów, wzrost kapitalizacji przedsiębiorstw, poprawa pozycji konkurencyjnej oraz korzyści skali i doświadczenia w danej dziedzinie. Często przesłanką tego typu fuzji może być również ominięcie barier instytucjonalnych, prawnych i ekonomicznych wejścia na dany rynek. Fuzje przedsiębiorstw należy odróżnić od procesu przejęcia jednego z przedsiębiorstw (podmiot przejmowany) przez drugie (podmiot przejmujący). Przejęcie przedsiębiorstwa to transfer kontroli nad działalnością gospodarczą danej jednostki z jednego właściciela na innego⁹. Odbywa się on poprzez: zakup instrumentów właścicielskich (akcji, udziałów istniejących lub nowej emisji), zakup przedsiębiorstwa lub jego majątku, udział w prywatyzacji, zakup zobowiązań przedsiębiorstwa i ich konwersję na kapitał własny. Wspólną cechą wszystkich tych form przejęcia, w odróżnieniu od fuzji, jest fakt, że przedsiębiorstwo przejmowane nie traci podmiotowości prawnej¹⁰. Cele przejęć mogą być różnorodne. Mogą one wyrażać się w chęci zwiększenia potencjału konkurencyjnego czy uzyskania efektów skali. W takim przypadku następuje zazwyczaj przejęcie zarządzania w zakresie strategicznym, przy pozostawieniu określonej swobody operacyjnej władzom spółki przejmowanej. Przejęcia mogą jednak mieć na celu likwidację konkurencji, pozyskanie unikalnej technologii, rynku zbytu, zasobów intelektualnych firmy, w tym posiadanego *know-how*.

Rozwój wewnętrzny przedsiębiorstwa polega na rozbudowie istniejącego już potencjału przedsiębiorstwa w drodze realizacji inwestycji rzeczowych. Inwestycje te stanowią nakłady kapitałowe, których głównym celem jest tworzenie nowych lub ulepszanie już istniejących środków trwałych i procesów technologicznych. W tym znaczeniu do inwestycji zalicza się: budowę, rozbudowę, przebudowę budynków, zakup maszyn i urządzeń, aparatury, przyrządów, pojazdów. Inwestycją rzeczową jest również tworzenie od podstaw nowego przedsiębiorstwa (inwestycja *green field*). Zasadniczym celem tak zdefiniowanych inwestycji jest zapewnienie przedsiębiorstwu w przyszłości określonych korzyści, istotnych z punktu widzenia właścicieli przedsiębiorstwa. Tak też najczęściej definiowane

⁹ Z. Pierścioneł, *Fuzje i przejęcia...*, op. cit., s. 27.

¹⁰ Jeśli tak się stanie, należy mówić o inkorporacji. Często bowiem przejęcie jest pierwszym krokiem do integracji przedsiębiorstw. W sytuacji posiadania odpowiedniej ilości głosów na zgromadzeniu akcjonariuszy/udziałowców podmiot przejmujący może podjąć decyzję o połączeniu przedsiębiorstw.

jest pojęcie inwestycji. Inwestycja polega na przeznaczeniu zasobów dostępnych dla przedsiębiorstwa nie na bieżącą konsumpcję, lecz na inny cel, wyrażający się w uzyskaniu w przyszłości określonych korzyści¹¹. Rozszerzając zaprezentowaną definicję należy zwrócić uwagę na inwestycję rzeczową jako:

- bieżące wyrzeczenie dla przyszłych korzyści,
- aktualne wydatkowanie środków finansowych bądź inne zaangażowanie kapitału celem pozyskania określonych dóbr i obiektów materialnych oraz niematerialnych w przyszłości,
- wydatek pieniężny, który ma przynieść dochód temu, który podejmuje inwestycję,
- proces, w którym następuje zamiana środków finansowych na czynniki produkcji celem utrzymania, powiększenia lub poprawy zdolności produkcyjnej (i/lub usługowej),
- poniesiony z góry nakład, który powinien zabezpieczać osiąganie korzyści w przyszłości,
- przekształcenie środków finansowych w obiekty trwałe lub podjęcie przedsięwzięć służących w przyszłości odzyskaniu kapitału i czerpaniu dodatkowych korzyści w formie bezpośredniej albo poprzez wpływy za sprzedane produkty (usługi, towary)¹².

Tak określone definicje inwestycji mają pewne wspólne elementy:

- **bieżące zaangażowanie (kapitału, środków finansowych, nakładów),**
- **transformacja nakładów w inne dobra,**
- **osiąganie określonych korzyści w przyszłości (materialnych, niematerialnych, w postaci bezpośredniej lub pośredniej).**

Warto przy tym podkreślić, że nie każde zaangażowanie kapitału stanowi inwestycję. W klasycznym ujęciu inwestycja przedsiębiorstwa charakteryzuje się długotrwałym zamrożeniem kapitału, ponadprzeciętną skalą nakładów (istotnie przewyższającą codzienną działalność przedsiębiorstwa) oraz ukierunkowaniem na przyszłą pozycję konkurencyjną podmiotu¹³.

¹¹ K. Marcinek, *Finansowa ocena przedsięwzięć inwestycyjnych przedsiębiorstw*, Wydanie IV. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2000, s. 11.

¹² Definicje przytoczone za: H. Walica, *Inwestycje i controlling w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Biznesu w Dąbrowie Górniczej, Dąbrowa Górnicza 2007, s. 13–14; J. Różański, *Inwestycje rzeczowe oraz procesy fuzji i przejęć w przedsiębiorstwie*, [w:] (red.) J. Różański, *Inwestycje rzeczowe i kapitałowe*, Difin, Warszawa 2006, s. 14; K. Marcinek, *Finansowa ocena...*, op. cit., s. 11; S. Ryżewska, *Bankowa analiza przedsiębiorstwa na potrzeby oceny ryzyka kredytowego*, Twigger, Warszawa 1999, s. 15.

¹³ J. Różański, *Inwestycje rzeczowe...*, op. cit., s. 14.

Omawiając pojęcie inwestycji należy zwrócić uwagę na następujące jej cechy:

- nakład inwestycyjny,
- czas,
- korzyść,
- ryzyko¹⁴.

Pod pojęciem nakładów inwestycyjnych rozumie się wszelkie wydatki ponoszone celem wdrożenia pomysłu inwestycyjnego w praktykę gospodarczą. Obejmują zatem: wydatki poniesione na badania i rozwój, w tym przygotowanie techniczno-organizacyjne oraz ekonomiczno-finansowe inwestycji, nabycie (zakup, wniesienie aportem, użytkowanie wieczyste) nieruchomości oraz wykonanie niezbędnych robót adaptacyjnych; nabycie maszyn, urządzeń, linii technologicznych, pojazdów, aparatury i pozostałego wyposażenia wykorzystywanego w procesie produkcji, sprzedaży, świadczenia usług oraz wydatki na organizację procesu skutkującego realizacją w przyszłości określonego celu. To co odróżnia nakłady inwestycyjne od bieżących kosztów operacyjnych działalności gospodarczej (a co często w praktyce realizacji inwestycji jest mylone) to fakt, że nakłady inwestycyjne są ponoszone zazwyczaj na etapie przygotowania zasadniczego procesu wytwarzania dóbr/świadczenia usług. Natomiast koszty bieżące związane są z utrzymaniem i eksploatacją „przedmiotu” powstałego w wyniku procesu inwestycyjnego realizowanego w przedsiębiorstwie¹⁵. Do kosztów bieżących należy zaliczyć wydatki na: zakup materiałów, surowców, energii, wypłatę wynagrodzeń dla pracowników (wraz z narzutami na wynagrodzenia), usługi obce wykorzystywane w trakcie prowadzonej działalności bieżącej w przedsiębiorstwie.

Efektem poniesienia nakładów inwestycyjnych powinny być określone i założone przez przedsiębiorstwo korzyści. Podstawowym celem inwestycji jest zazwyczaj uzyskanie przez przedsiębiorstwo określonej przewagi konkurencyjnej bądź zapobiegnięcie utracie posiadanej pozycji rynkowej. Są to tak zwane inwestycje rzeczowe. Dają one przedsiębiorstwu szereg korzyści, które można ująć w trzech obszarach: ekonomicznym, społecznym i organizacyjnym¹⁶.

Korzyści ekonomiczne z inwestycji wyrażają się we wzroście przychodów ze sprzedaży, ograniczeniu kosztów działalności operacyjnej, minimalizacji róż-

¹⁴ W. Rogowski, *Rachunek efektywności inwestycji*, Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., Kraków 2008, s. 15.

¹⁵ H. Walica, *Inwestycje i controlling...*, op. cit., s. 30–31.

¹⁶ W. Rogowski, *Metodyka rachunku opłacalności inwestycji: zasady i korzyści inwestycji*, [w:] S. Wrzosek (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Finanse przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2011, s. 188–190.

nego rodzaju ryzyka prowadzenia działalności gospodarczej, wzroście konkurencyjności przedsiębiorstwa, poprawie jakości oferowanych produktów i usług, optymalizacji wskaźników ekonomicznych. Wymiar społeczny korzyści z realizacji inwestycji wyraża się w tworzeniu kultury organizacyjnej w przedsiębiorstwie, systemie motywacji, rozwoju i doskonalenia personelu, identyfikacji i integracji pracowników z pracodawcą. Natomiast korzyści organizacyjne związane są z poprawą jakości realizacji procesów, możliwością reakcji na bieżące i przyszłe potrzeby organizacji, eliminacją braków w organizacji działalności, czy zwiększeniem elastyczności przedsiębiorstwa na zachodzące zmiany w otoczeniu.

Czas w inwestycjach wyraża się w okresie na jaki następuje zaangażowania kapitału i w jakim uzyskiwane są przez inwestora korzyści. Inwestycje często wiążą się z długim horyzontem czasowym. Każda inwestycja charakteryzuje się swoim „okresem życia” i niekoniecznie musi on wyrażać się wieloma latami. Dlatego zwrócenie uwagi na czas w inwestycji odnosi się raczej do kwestii przesunięć czasowych pomiędzy zainwestowaniem i skutkowaniem inwestycji, nie natomiast do jej długookresowości¹⁷.

Ostatnią ze wskazanych cech inwestycji jest ryzyko. Podejmowanie działalności inwestycyjnej nieodwrotnie związane jest z ryzykiem rozumianym jako możliwość wystąpienia sytuacji, w której rzeczywiste parametry zrealizowanej inwestycji (nakłady, efekty, okres realizacji) będą różniły się od parametrów zakładanych na etapie jej przygotowania¹⁸.

Z definicją inwestycji wiąże się również szereg innych pojęć bliskoznacznych, a mianowicie: procesu inwestycyjnego, przedsięwzięcia inwestycyjnego oraz projektu inwestycyjnego. O ile pojęcie inwestycji bliskie jest pojęciu procesu inwestycyjnego (zwanego również inwestowaniem)¹⁹, o tyle należy odróżnić je od dwóch pozostałych. Przedsięwzięcie inwestycyjne to kompleksowo ujęty zakres celowej inwestycji przewidziany do zrealizowania w określonym czasie i miejscu²⁰. Natomiast pod pojęciem projektu inwestycyjnego najczęściej

¹⁷ Przykładem mogą być tutaj inwestycje giełdowe, często wyrażające się szybkim okresem zwrotu, czy też wykorzystanie krótkotrwale pojawiającej się szansy rynkowej na skutek określonego zdarzenia (np. upadłości głównego konkurenta, zmiany przepisów prawnych, itp.). Podobnie aspekt czasu w inwestycjach rozpatruje: W. Rogowski, *Rachunek efektywności...*, op. cit., s. 16.

¹⁸ Szerzej zagadnienie ryzyka w działalności inwestycyjnej omówione zostało w punkcie 4 niniejszego rozdziału.

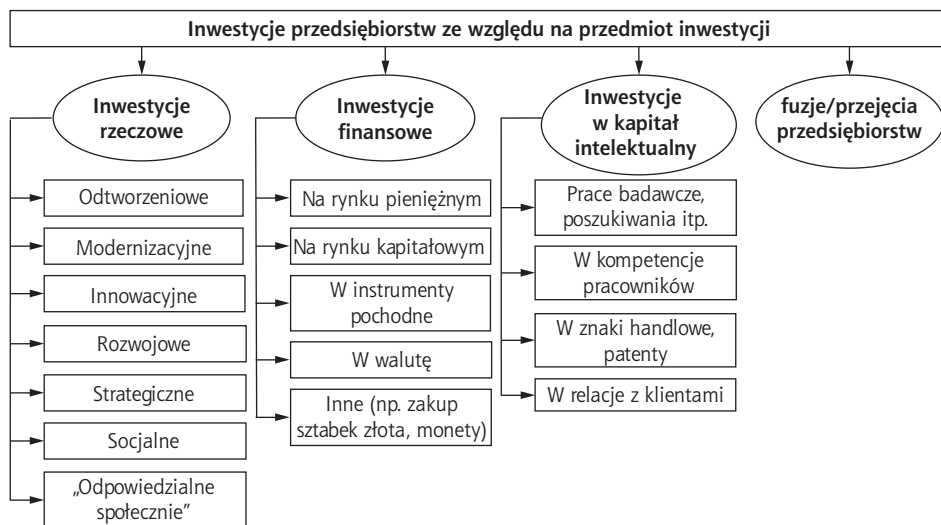
¹⁹ Jakkolwiek autorzy zazwyczaj nie różnicują pojęcia inwestycje i inwestowanie, można spotkać i odmienny pogląd. J. Różański zwraca uwagę, że pod pojęciem inwestowania należy rozumieć proces gospodarczy uruchomiony przez podjęcie decyzji o inwestycji. J. Różański, *Inwestycje rzeczowe...*, op. cit., s. 14.

²⁰ W. Rogowski, *Rachunek efektywności...*, op. cit., s. 21.

rozumie się opracowanie, stanowiące podstawę realizacji inwestycji rzeczowych²¹. W tym znaczeniu pojęcie to zbliżone jest w istocie do projektu technicznego, czyli dokumentacji projektowej. Należy jednak zauważyć, że także w zakresie pojęcia projektu inwestycyjnego nie ma zgodności. Współcześnie coraz częściej spotyka się definicję projektu inwestycyjnego jako jednorazowego przedsięwzięcia zorganizowanego w odrębną strukturę organizacyjną, które jest przeprowadzone w określonym celu przy wykorzystaniu dostępnych zasobów finansowych, ludzkich i rzeczowych²².

W literaturze przyjmowane są różne kryteria podziału, a co się z tym wiąże, definiowane są różne rodzaje inwestycji. Przyjmując podstawowe kryterium podziału jakim jest przedmiot inwestycji – wyróżnia się inwestycje: rzeczowe (realne), w kapitał intelektualny oraz finansowe (kapitałowe). W ramach tych grup wyodrębnić można określone kategorie inwestycji (schemat 1).

Schemat 1. Klasyfikacja inwestycji przedsiębiorstw ze względu na przedmiot inwestowania



Źródło: opracowanie własne.

Inwestycje rzeczowe obejmują wszystkie nakłady związane z nabyciem składników aktywów trwałych w przedsiębiorstwie. Mogą zatem dotyczyć: nieruchomości, maszyn i urządzeń, linii technologicznych, środków transportu i innych

²¹ Ibidem, s. 20.

²² A. Korombel, *Ryzyko w finansowaniu działalności inwestycyjnej metodą project finance*, Difin, Warszawa 2007, s. 14.

rzeczowych składników majątku trwałego. Biorąc pod uwagę cel inwestowania, inwestycje rzeczowe dzielą się na²³:

- odtworzeniowe – zastępujące zużyte lub przestarzałe urządzenia nowymi (wynikają zwykle ze starzenia się majątku),
- modernizacyjne – które nie tylko zastępują zużyte maszyny czy urządzenia, ale determinują przy tym zmniejszenie kosztów działalności,
- innowacyjne – unowocześniające proces produkcji/świadczenia usług,
- rozwojowe – zwiększające potencjał produkcyjny przedsiębiorstwa i/lub pozwalające na wdrożenie do oferty handlowej nowych produktów/usług (w tym również kreowanie u nabywców nowych potrzeb),
- strategiczne – determinujące pozycję przedsiębiorstwa na rynku (na którym obecnie występuje lub na który wchodzi),
- socjalne w przedsiębiorstwie²⁴ – wpływające na podprawę warunków pracy i determinujące większe związanie pracownika z pracodawcą (zwykle poprzez system motywacji pozapłacowej),
- wpisujące się w społeczną odpowiedzialność biznesu (lub inaczej „interesu publicznego”) – związane np. z poprawą ochrony środowiska naturalnego, jakości życia mieszkańców, finansowaniem odkryć i badań, mecenatem kultury, edukacji.

Klasyfikując inwestycje ze względu na rozwój przedsiębiorstwa wyróżnia się inwestycje nowe i odnoszące się do obecnego majątku trwałego przedsiębiorstwa²⁵. Inwestycje nowe wyrażają się w organizacji nowej działalności gospodarczej (tzw. inwestycje założycielskie) lub w szeregu działań mających na celu rozbudowę potencjału podmiotów już istniejących (inwestycje rozszerzające). Natomiast inwestycje dotyczące posiadanego przez przedsiębiorstwo majątku trwałego dotyczą odtwarzania, modernizacji i wdrażania innowacji w przedsiębiorstwie. Innowacje te mogą odnosić się do procesu produkcji, opracowywania i wprowadzania na rynek nowych produktów/usług, organizacji przedsiębiorstwa, rozbudowy kanałów dystrybucji czy innych obszarów funkcjonowania przedsiębiorstwa.

Przyjmując za kryterium różnicujące czas trwania inwestycji (tzw. cykl życia) wyróżnić można inwestycje²⁶:

²³ M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 324–325.

²⁴ W literaturze można również spotkać określenie inwestycje dotyczące „ustroju społecznego” przedsiębiorstwa – *ibid.*, s. 325.

²⁵ A. Lodowska, *Znaczenie realizacji inwestycji rzeczowych w rozwoju przedsiębiorstw*, [w:] „Studia i prace kolegium zarządzania i finansów”, Zeszyt Naukowy 50, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Elma Brooks, Warszawa 2004, s. 99–101.

²⁶ W. Rogowski, *Rachunek efektywności...*, op. cit., s. 23.