UNIWERSYTET GDAŃSKI – WYDZIAŁ EKONOMICZNY

Krzysztof Szulc

Dziedzina: **Nauki Humanistyczne i Społeczne**
Dyscyplina: ***Ekonomia i Finanse***
Numer *albumu*: ***5370***

RYZYKO W PROCESACH DOBORU ZASILEŃ KAPITAŁOWYCH INWESTYCJI PRZEDSIĘBIORSTW

Rozprawa doktorska
wykonana w Katedrze Ekonomiki
i Funkcjonowania Przedsiębiorstw
Transportowych
pod kierunkiem
dr hab. Andrzeja Letkiewicza, prof. UG

Sopot 2026

Podziękowania

W pierwszej kolejności podziękowania kieruję do moich Rodziców – bez Was napisanie tej rozprawy doktorskiej nie byłoby możliwe. Mamo, dziękuję Ci za codzienne wsparcie, które przyjmowało najróżniejszą postać. Za dobre słowo i dodawanie otuchy w momentach kryzysu, które nieraz się pojawiały. Tato, zawsze byłeś dla mnie intelektualną inspiracją i bodźcem do rozwoju. Dziękuję za wszystkie dyskusje, które prowadziliśmy oraz za znaki zapytania, które w trakcie nich stawiałeś.

Dziękuję także mojej Żonie, Zuzannie, za towarzyszenie mi w codziennym przeżywaniu kolejnych etapów procesu twórczego, za cierpliwość, zrozumienie oraz napawanie mnie wiarą w to co robię. Bez Ciebie nie byłbym w stanie dojść do miejsca, w którym dzisiaj jestem.

Chciałbym w szczególny sposób podziękować dr hab. Andrzejowi Letkiewiczowi, prof. UG, pod którego kierunkiem została napisana rozprawa doktorska. Jestem bardzo wdzięczny Profesorowi za ogromne zaangażowanie oraz poświęcony mi czas. Dziękuję za każdą wskazówkę, radę oraz wsparcie merytoryczne, których Profesor mi udzielał podczas mojego kształcenia w Szkole Doktorskiej.

STRESZCZENIE

RYZYKO
W PROCESACH DOBORU ZASILEŃ KAPITAŁOWYCH
INWESTYCJI PRZEDSIĘBIORSTW

Krzysztof Szulc

Celem dysertacji doktorskiej jest identyfikacja zależności między uwarunkowaniami postrzegania ryzyka w przedsiębiorstwie a sposobem ewaluacji kryteriów decyzyjnych warunkujących procesy doboru zasileń kapitałowych projektowanych procesów inwestycyjnych. Badanie zostało przeprowadzone na próbie 124 przedsiębiorstw, które na przestrzeni lat 2023-2025 zadeklarowały realizację projektów inwestycyjnych w ramach ubiegania się o uzyskanie decyzji o wsparciu nowej inwestycji. Do realizacji badań wykorzystano metodę analizy zarówno jakościowej, jak i ilościowej dokumentacji źródłowej w postaci ich dokumentacji aplikacyjnej o uzyskanie wskazanego instrumentu pomocy publicznej. W pracy rozważono zagadnienia dotyczące funkcjonowania przedsiębiorstw, roli działalności inwestycyjnej w procesach działalności strategicznej jednostek, istoty strukturalizacji finansowania długookresowo ujętego procesu gospodarowania, miejsca zarządzania ryzykiem w procesie zarządzania strategicznego oraz sposobów postrzegania ryzyka występującego w obszarze strategicznych kryteriów decyzyjnych procesu doboru zasileń kapitałowych inwestycji podmiotów gospodarczych. W trakcie rozważań zweryfikowano sześć hipotez badawczych, sformułowano cztery autorskie modele percepcji ryzyka dotyczącego doboru zasileń pieniężnych kwantytatywnych procesów rozwojowych, a także wskazano sposoby mitygacji rozpoznanego ryzyka przez decydentów właściwych dla konkretnych modeli. Uzyskane wyniki badań wskazują na znaczne różnice w postrzeganiu ryzyka w procesach strukturalizacji zasileń pieniężnych inwestycji, a co za tym idzie dostarczają informacji na temat zakresu i sposobu ewaluacji identyfikowanych przez decydentów zagrożeń dla prospektywnie strukturalizowanej realizacji działalności rozwojowej, a także ukazują politomię ich preferencji w zakresie doboru sposobu finansowania projektowanych inwestycji. Na podstawie przeprowadzonych badań sformułowano wniosek, że poszczególne modele właściwe są dla podmiotów gospodarczych

znajdujących się na innych etapach ekspansji majątkowo-strukturalnej, co umożliwiło ustalenie priorytetów jednostek w procesach zarządzania kapitałem i stworzyło podstawy do antycypacji zachowań w obszarze zarządzania środkami pieniężnymi przez przedsiębiorstwa różnej wielkości. Niniejsza rozprawa dostarcza nowatorskiego, stanowiącego wkład do dyscypliny ekonomii i finansów, podejścia, zgodnie z którym ryzyko jest wielowymiarową, uwzględnianą w procesach wyboru zasileń kapitałowych inwestycji przedsiębiorstw, materią, różnie postrzeganą i, w zależności od przyjętego sposobu jej ewaluacji, implikującą różne konsekwencje dla długookresowo ujętego funkcjonowania jednostki.

Słowa kluczowe: Przedsiębiorstwo, działalność inwestycyjna, ryzyko, proces decyzyjny, zasilenia kapitałowe.

ABSTRACT

RISK
IN THE PROCESSES OF SELECTING CAPITAL INFUSIONS OF ENTERPRISES INVESTMENTS

Krzysztof Szulc

The aim of doctoral thesis is to demonstrate the relationship between the risk perception model adopted by a company and the desired manner of evaluation of decision-making criteria which determines the processes of selecting capital infusions of designed enterprises investments. The study was conducted on a sample of 124 companies which, between 2023 and 2025, declared their intention to carry out investment projects as part of their applications for a decision on support for a new investment. The research was conducted using a method that involved both qualitative and quantitative analysis of source documentation in the form of applications submitted to obtain the specified public aid instrument. The paper examines issues relating to the functioning of enterprises, the role of investment activities in the strategic processes of organisations, the nature of structuring long-term financing within the management process, the role of risk management in the strategic management process, and the way risk is perceived in the context of the strategic decision-making criteria for selecting monetary infusions of enterprises investments. In the course of the analysis, six research hypotheses were tested, four original models of risk perception relating to the selection of monetary injections for quantitative development processes were formulated, and methods were identified for decision-makers to mitigate the identified risks specific to each model. The research findings indicate significant differences in the perception of risk in the processes of structuring investment funding and consequently provide information on the scope and method of evaluating the risks identified by decision-makers for the prospective implementation of development activities, as well as highlighting the polytomy in their preferences regarding the choice of financing methods for planned investments. Based on the research conducted, it was concluded that specific models are suitable for companies at different stages of financial and structural expansion; this has enabled the identification of priorities for organisations in capital management processes and laid the groundwork for anticipating cash management behaviour among companies

of varying sizes. This thesis presents an innovative approach, which contributes to the fields of economics and finance, according to which risk is a multidimensional factor taken into account in the processes of selecting capital infusions for enterprises investments, a concept that is perceived in different ways and, depending on the method of evaluation adopted, has varying implications for the long-term performance of the entity.

Keywords: Enterprise, investment activity, risk, decision-making process, capital infusions

SPIS TREŚCI

STRESZCZENIE 3

ABSTRACT 5

WSTĘP 9

ROZDZIAŁ 1. DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA W FUNKCJONOWANIU PRZEDSIĘBIORSTW 17

1.1. Uwarunkowania rozwoju funkcjonalnego przedsiębiorstw 17
1.2. Istota zasileń kapitałowych podmiotów gospodarczych 26
1.3. Finansowanie inwestycji przedsiębiorstw 38

ROZDZIAŁ 2. DOBÓR ŹRÓDEŁ ZASILEŃ PIENIĘŻNYCH PRZEDSIĘBIORSTW 50

2.1. Procesy funkcjonalne przedsiębiorstw 50
2.2. Równowaga ekonomiczno-finansowa jednostek gospodarczych 61
2.3. Uwarunkowania doboru zasileń pieniężnych w systemie ekonomiczno-finansowym przedsiębiorstw 74

ROZDZIAŁ 3. RYZYKO W FUNKCJONOWANIU PRZEDSIĘBIORSTW . 87

3.1. Ryzyko w działalności podmiotów gospodarujących 87
3.2. Ryzyko w działalności operacyjnej przedsiębiorstw 102
3.3. Ryzyko w działalności strategicznej przedsiębiorstw 114

ROZDZIAŁ 4. RYZYKO W PROCESACH DOBORU STRUKTURY FINANSOWANIA PROCESÓW INWESTYCYJNYCH PRZEDSIĘBIORSTW 130

4.1. Zarządzanie ryzykiem w ramach strategicznych procesów decyzyjnych 130
4.2. Uwarunkowania procesów decyzyjnych w zakresie strategii w sferze ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw 147
4.3. Modele percepcji ryzyka w procesach wyboru sposobu finansowania inwestycji przedsiębiorstw 161

ROZDZIAŁ 5. RYZYKO W PROCESACH DOBORU FINANSOWANIA INWESTYCJI PRZEDSIĘBIORSTW – WYNIKI BADAŃ 182

5.1 Profil percepcji ryzyka w działalności strategicznej przedsiębiorstw 182

5.2 Percepcja ryzyka w obszarze kwalitatywnych uwarunkowań strategicznych doboru zasileń kapitałowych inwestycji podmiotów gospodarczych..... 203

5.3 Percepcja ryzyka w obszarze kwantytatywnych uwarunkowań strategicznych doboru zasileń kapitałowych inwestycji podmiotów gospodarczych..... 225

ZAKOŃCZENIE 250

BIBLIOGRAFIA 259

SPIS TABEL 288

SPIS RYSUNKÓW 290

WSTĘP

Ryzyko towarzyszące realizowanemu przez przedsiębiorstwa procesowi gospodarowania jest nieodłącznym przymiotem działalności gospodarczej. Ryzyko stanowi o potencjalnym, wyrażonym miarą probabilistyczną, odchyleniu, które może wystąpić pomiędzy wyznaczonym celem, bądź wiązką celów, tak krótko, jak i długookresowych, a przyjętą ścieżką ich materializacji. Wskutek pogłębiającej się złożoności systemu społeczno-gospodarczego oraz zwiększającego się dynamizmu przekształceń warunków brzegowych funkcjonowania podmiotów gospodarujących, zarówno zewnętrznych, jak i wewnętrznych, determinujących adekwatność wyznaczonych prospektywnie celów oraz skuteczność ich osiągania, szczególnego znaczenia nabiera właściwa percepcja występującego w działalności gospodarczej ryzyka. Dążąc do jego rozpoznania, analizy, oceny oraz strukturalizacji właściwych sposobów odnoszenia się względem niego, przedsiębiorstwa zmuszone są do wykształcenia specyficznych mechanizmów samoregulacyjnych.

Obowiązek odnoszenia się przedsiębiorstw do występującego w ich działalności bieżącej, jak i strategicznej, inwestycyjnej, ryzyka występuje na każdym etapie ich rozwoju funkcjonalnego oraz na każdym etapie ich ekspansji majątkowo-strukturalnej. Tym trudniejsze to się staje, im dalszego horyzontu czasowego dotyczy antycypacja zmienności warunków brzegowych realizacji procesu gospodarowania. Należy jednak stwierdzić, że dążenie przedsiębiorstw do osiągnięcia, osadzonych w odległej perspektywie czasowej, celów podstawowych w postaci poprawy pozycji konkurencyjnej, maksymalizacji wartości rynkowej i zachowania ciągłości akumulacji finansowej wymusza z jednej strony projekcję działalności rozwojowej, podporządkowanej realizacji tych celów, z drugiej rozpoznanie ryzyka towarzyszącego tej działalności. Przyjmując, że każde działanie przedsiębiorstwa, w tym działanie rozwojowe, wymaga właściwego zasilenia energomaterialnego, słusznym jest uznanie, że obok projekcji niezbędnych do usprawniania i poszerzania działalności podstawowej aktywów trwałych, niezbędne jest także zapewnienie odpowiedniego finansowania tego majątku. W tej sytuacji koniecznym jest z jednej strony funkcji maksymalizacji ich efektywności, z drugiej osiągnięcia akceptowalnego ryzyka towarzyszącego ich wykorzystaniu.

W dotychczasowych badaniach dotyczących określania formuł doboru

finansowania działalności inwestycyjnej, nie uwzględniono relacji między nadrzędnym kryterium efektywnościowym, a pożądanym, akceptowalnym dla przedsiębiorstwa ryzykiem wykorzystania poszczególnych źródeł zasileń kapitałowych. Do tej pory badania odnosiły się w głównej mierze do dwóch, niejako postrzeganych rozłącznie płaszczyzn, czyli:

- po pierwsze do postawy decydenta wobec ryzyka oraz kwestii premii za ponoszone ryzyko;
- po drugie do doboru optymalnej struktury finansowania aktywów będących przedmiotem inwestycji wyrażanej realizacją funkcji celu maksymalizacji efektywności, a więc w ujęciu kosztowym do minimalizacji średnioważonego kosztu wykorzystywanego do finansowania majątku strategicznego kapitału, a w ujęciu przychodowym do maksymalizacji rentowności pozyskanych aktywów oraz zastosowanego kapitału własnego.

Dotychczas nie zostały jednak przeprowadzone badania ustalające sposób percepcji, zakres identyfikacji oraz docelowe, akceptowalne ryzyko odnoszące się do strategicznych procesów decyzyjnych dotyczących, określenia pożądanej charakterystyki finansowania działalności rozwojowej. Skorygowanie funkcji minimalizacji wartości nakładów, przy jednoczesnej maksymalizacji korzyści generowanych na skutek ich poniesienia w ramach działalności inwestycyjnej, o aspekt sposobu postrzegania ryzyka oraz wyznaczania jego akceptowalnych dla decydenta charakterystyk, dotychczas nie było traktowane, jako fundament doboru zasileń kapitałowych. Sformułowanie problemu badawczego, jako rozpoznanie modelu postrzegania przez przedsiębiorstwa ryzyka w strategicznych procesach decyzyjnych związanych z projekcją najlepszych możliwych zasileń kapitałowych działalności rozwojowej, jest więc istotnym wkładem w teorię finansowania inwestycji przedsiębiorstw, bowiem relatywizuje ono istotność kryterium efektywnościowego w procesach doboru finansowania względem zdolności do rozpoznawania, analizy i oceny ryzyka występującego, tak na poszczególnych płaszczyznach, ontologicznie heterogenicznej działalności rozwojowej, jak i *stricte* w odniesieniu do strategicznych kryteriów decyzyjnych dotyczących wyboru źródeł zasileń pieniężnych. Mnogość dostępnych dla przedsiębiorstw instrumentów finansowania działalności inwestycyjnej, pochodzących zarówno z wnętrza, jak i spoza struktur jednostek, pozostawia im szeroki obszar swobody decyzyjnej w tym zakresie, a co za tym idzie każda z jednostek gospodarujących może dokonywać projekcji najlepszej względem zdolności percepcji przyszłych warunków gospodarowania,

właściwych sobie umiejętności funkcjonalnych i antycypowanych przyszłych korzyści, architektury finansowania swojego, kwantytatywnie ujętego, rozwoju. Stąd celem dysertacji doktorskiej jest identyfikacja zależności między uwarunkowaniami postrzegania ryzyka w przedsiębiorstwie a sposobem ewaluacji kryteriów decyzyjnych warunkujących procesy doboru zasileń kapitałowych projektowanych procesów inwestycyjnych. Dla realizacji tak zdefiniowanego celu sformułowanych zostało pięć celów pomocniczych, do których należą:

1. Identyfikacja roli działalności inwestycyjnej w długookresowych procesach gospodarowania przedsiębiorstw oraz możliwych sposobów jej kapitałowego zasilania;
2. Rozpoznanie uwarunkowań dynamicznej homeostazy systemu ekonomiczno-finansowego;
3. Ustalenie rodzajów ryzyka oraz ich roli w długoterminowo ujętym funkcjonowaniu przedsiębiorstw;
4. Opracowanie modeli percepcji ryzyka w strategicznych procesach decyzyjnych dotyczących procesów inwestycyjnych;
5. Zbadanie zależności pomiędzy właściwym dla przedsiębiorstwa sposobem percepcji ryzyka a ewaluacją strategicznych kryteriów decyzyjnych warunkujących procesy strukturalizacji finansowania inwestycji;

Sformułowanie przywołanego celu głównego rozprawy doktorskiej oraz implikowanych przez niego celów pomocniczych, przy uwzględnieniu dokonanej kwerendy literatury, umożliwiło strukturalizację hipotez badawczych w postaci hipotezy głównej stwierdzającej, że ***istnieje zależność pomiędzy percepcją ryzyka przez przedsiębiorstwo a charakterystyką procesu doboru finansowania nakładów inwestycyjnych*** oraz następujących hipotez pomocniczych (HP):

- HP 1: Prospektywna strukturalizacja procesów inwestycyjnych przedsiębiorstw wymaga doboru właściwych sposobów ich finansowania;
- HP 2: Proces doboru zasileń finansowych przedsiębiorstw warunkuje zachowanie dynamicznej homeostazy systemu ekonomiczno-finansowego;
- HP 3: Ryzyko występujące w działalności przedsiębiorstw jest heterogeniczną materią różnicującą się w zależności od przyjętego kryterium czasu;
- HP 4: Percepcja ryzyka występującego w obszarze uwarunkowań decyzyjnych wymiaru ekonomiczno-finansowego strategii przedsiębiorstw jest dyferencjalna;

- HP 5: Architektura zasileń kapitałowych inwestycji wynika z przyjętego przez przedsiębiorstwo modelu percepcji ryzyka i bazuje na strategicznych kryteriach decyzyjnych determinujących proces strukturalizacji finansowania planowanych do pozyskania aktywów długoterminowych;

Niniejsza dysertacja doktorska złożona jest z pięciu rozdziałów, gdzie każdy z nich jest podzielony na trzy postępujące w ciągu logiczno-wynikowym podrozdziały. W pierwszym rozdziale omówione zostało znaczenie oraz rola realizacji przez przedsiębiorstwa procesów rozwojowych, rozpoznane zostały ich rodzaje, wykazana została istotność strukturalizacji zasileń kapitałowych w *continnum* przebiegu tych procesów, a także zidentyfikowane zostały sposoby finansowania działalności inwestycyjnej, jako specyficznego rodzaju procesu rozwojowego. Przeprowadzone badania literatury umożliwiły weryfikację pierwszej hipotezy pomocniczej.

W drugim rozdziale rozważone zostały kwestie procesów funkcjonalnych zachodzących w przedsiębiorstwach oraz wyznaczone zostały krańcowe stany dynamicznej homeostazy płaszczyzny ekonomiczno-finansowej ich funkcjonowania. Następnie rozpoznano uwarunkowania procesów generowania zasileń kapitałowych w systemie ekonomiczno-finansowym podmiotów gospodarczych. Umożliwiło to weryfikację drugiej hipotezy badawczej.

W trzecim rozdziale rozprawy doktorskiej dotyczącym występowania ryzyka w funkcjonowaniu przedsiębiorstw zidentyfikowano istotę, rolę, jak i rodzaje ryzyka związanego z realizowanymi procesami gospodarowania, wyznaczono jego obszary cząstkowe oraz odniesiono ich specyfikę zarówno do operacyjnej, podstawowej działalności przedsiębiorstwa, jak i działalności strategicznej, rozwojowej. Takie podejście pozwoliło na weryfikację trzeciej hipotezy badawczej.

Czwarty rozdział obejmuje opis procesu zarządzania ryzykiem w ramach strategicznych procesów decyzyjnych przedsiębiorstw, przedstawia uwarunkowania procesów decyzyjnych w zakresie strategii w ich sferze ekonomiczno-finansowej oraz zawiera opracowane, autorskie modele percepcji ryzyka występującego w procesach strukturalizacji finansowania inwestycji przedsiębiorstw, wśród których wyróżniony został model indywidualny, indywidualno-kwantytatywny, kwalitatywno-kwantytatywny oraz model kwantytatywny postrzegania ryzyka. W rozdziale czwartym zweryfikowana została hipoteza czwarta.

Piąty rozdział jest rozdziałem empirycznym, w którym w pierwszej kolejności rozpoznany został, różnicowany ze względu na przyjęty sposób percepcji, profil ryzyka

występującego w procesach doboru finansowania inwestycji przedsiębiorstw. Następnie przedstawione zostały reprezentowane przez podmioty próby badawczej modele postrzegania ryzyka dotyczącego strategicznych czynników decyzyjnych natury kwalitatywnej i akceptowalnego ryzyka w odniesieniu do poszczególnych z rozważonych czynników, warunkowanego przez właściwy przedsiębiorstwu model. W dalszej kolejności zaprezentowane zostały modele postrzegania ryzyka występującego w obszarze strategicznych, kwantytatywnych czynników decyzyjnych uwzględnianych w procesach projekcji właściwego finansowania inwestycji. Ustalono również akceptowalne ryzyko w odniesieniu do konkretnych z kryteriów efektywnościowych w ramach przyjętego modelu postrzegania ryzyka. Piąty rozdział zawiera również sformułowane na podstawie zrealizowanych badań wnioski i przemyślenia oraz autorski pogląd na szeroko rozumiane odchylenia w procesach wyznaczania zasileń finansowych inwestycji wynikające z przyjętego przez przedsiębiorstwa modelu postrzegania ryzyka w obszarze poszczególnych strategicznych czynników decyzyjnych. Na podstawie przeprowadzonych badań zweryfikowana została hipoteza piąta, a w konsekwencji i hipoteza główna.

Badaniom podlegały 124 przedsiębiorstwa, które na przestrzeni lat 2023-2025 zadeklarowały realizację projektów inwestycyjnych w ramach ubiegania się o uzyskanie decyzji o wsparciu nowej inwestycji. Decyzja o wsparciu nowej inwestycji jest instrumentem wsparcia rozwoju podmiotu gospodarującego, funkcjonującym w ramach Polskiej Strefy Inwestycji. Na jej mocy podmiot uzyskuje prawo do zwolnienia z podatku dochodowego z tytułu nakładów inwestycyjnych poniesionych w głównej mierze na nabycie lub modernizację aktywów trwałych. Lista podmiotów oraz ich dokumentacja aplikacyjna o uzyskanie decyzji o wsparciu, do której należą między innymi stanowiące załącznik do wniosków o uzyskanie przedmiotowej decyzji biznesplany zawierające projekcję działalności strategicznej, inwestycyjnej, zostały pozyskane od, będącej podmiotem właściwym do udzielania przywołanej formy pomocy publicznej w imieniu Ministra właściwego do spraw gospodarki, jednej ze Specjalnych Stref Ekonomicznych. Nazwy przedsiębiorstw biorących udział w badaniu podlegają anonimizacji, co stanowiło wymóg formalny udostępnienia niezbędnych do zrealizowania badań dokumentów. 3 letni okres, tj. okres pomiędzy rokiem 2023 a rokiem 2025 był czasem stabilności regulatora legislacyjnego warunkującego specyficzne przepisy Polskiej Strefy Inwestycji, co umożliwiło rzetelne przeprowadzenie badań, porównanie sposobu postrzegania przez przedsiębiorstwa różnych grup ryzyka występującego w procesach

strukturalizacji finansowania inwestycji oraz zidentyfikowanie i empiryczne zweryfikowanie zachodzących pomiędzy przyjętymi modelami percepcji ryzyka różnic.

Badania dokumentacji zostały przeprowadzone w sposób całościowy, na populacji generalnej. W badaniach własnych nie dokonano doboru próby reprezentacyjnej dla populacji generalnej. Podejście polegające na zbadaniu wszystkich dostępnych projektów inwestycyjnych zostało podyktowane dążeniem do jak najbardziej pełnej, rzetelnej i przekrojowej weryfikacji przyjętych hipotez badawczych. Wiodącymi branżami, w których działają przedsiębiorstwa objęte badaniami były branża metalowa – 19 podmiotów, branża spożywcza – 15 podmiotów oraz branża meblowa – 14 podmiotów. Pozostałe 76 jednostek funkcjonuje w 20 innych branżach. Próbę badawczą w badaniach własnych stanowią przedsiębiorstwa klasyfikowane, zgodnie z Ustawą Prawo Przedsiębiorców (Dz. U. z 2025 poz. 1480 z późn. zm.), do różnych, ze względu na wielkość jednostki, grup. W populacji generalnej znalazło się 20 jednostek należących do grupy mikro przedsiębiorstw, 43 zaliczono do grupy podmiotów małych, 35 średnich oraz 26 dużych.

Populacja generalna zawierająca przedsiębiorstwa o różnej wielkości oraz funkcjonujące w różnych branżach stanowiła szeroką, heterogeniczną bazę informacyjną, umożliwiającą rozpoznanie różnych modeli percepcji ryzyka występującego w procesach ustalania montażu finansowania inwestycji. W badaniach własnych przyjęto nadrzędność kryterium poziomu ekspansji majątkowo-strukturalnej jednostki gospodarującej ponad kryterium branży przez nią reprezentowanej. Podejście takie zostało podyktowane faktem, że struktura strategicznych procesów decyzyjnych dotyczących doboru finansowania inwestycji jest zunifikowana, niezależna od branży, a strategiczne czynniki decyzyjne są koncepcyjne stałe. Tak więc, choć w różnych branżach występują różnego rodzaju ryzyka specyficzne to sposób ich postrzegania jest uniwersalny dla przedsiębiorstw przyjmujących określony model percepcji. Jednocześnie rozdrobnienie branżowe, związane z przynależnością 76 ze 124 jednostek włączonych do populacji generalnej do 20 różnych branży, stanowi ograniczenie względem rzetelności oraz zakresu rozpoznawania przez nie ryzyk specyficznych dla tych branżach, a co za tym idzie mały udział przedsiębiorstw nie pozwalałby na uzyskanie przez tak dobraną próbę cząstkową przymiotu reprezentatywności.

Do zrealizowania badań posłużyła metoda badania dokumentacji źródłowej. W dyscyplinie ekonomii i finansów jest to często wykorzystywana metoda badawcza służąca pozyskiwaniu, gromadzeniu i ocenie, w oparciu o ustalone kryteria, danych

pochodzących z dokumentów źródłowych, które to dane dalej podlegają analizie porównawczej w usystematyzowanych grupach. Na potrzebę badań własnych wykorzystana została jakościowa analiza treści dokumentów, koncentrująca się na wyrażonym przez decydenta sposobie percepcji ryzyka oraz nadaniu określonej rangi istotności kryteriom jego postrzegania w procesach projekcji finansowania inwestycji. Zastosowana została również ilościowa analiza treści zawartej w dokumentacji, odnosząca się do skwantyfikowanych przez przedsiębiorstwa danych dotyczących strukturalizacji architektury zasileń kapitałowych procesów rozwojowych. W badaniach wykorzystane zostało narzędzie macierzy ryzyka umożliwiającej przypisanie, przy zastosowaniu skali Likerta, na podstawie ustalonych kryteriów, określonych wartości do danych jakościowych, gdzie „1" stanowiło wartość najniższą, świadczącą o bardzo małej istotności konkretnego czynnika ryzyka w strategicznych procesach decyzyjnych, a „5" stanowiło wartość najwyższą, klasyfikującą określone, rozpoznane ryzyko jako bardzo istotne. Przyjęto, że najczęściej występująca wartość, rozumiana jako dominanta, w określonej ze względu na wielkość przedsiębiorstwa grupie, jest wartością reprezentatywną dla tej grupy.

Przygotowana, autorska macierz ryzyka, stanowiąca fundament przeprowadzonych badań, skonstruowana została z czterech części. W pierwszej części określono wielkość przedsiębiorstwa oraz branżę, w której funkcjonuje. Każda z pozostałych trzech części odnosi się do czterech różnych aspektów postrzegania ryzyka. Pierwszą z nich wiązać należy ze sposobem postrzegania ryzyka w strategicznych procesach decyzyjnych dotyczących strukturalizacji finansowania inwestycji w zakresie jego profilu w obszarze kapitału intelektualnego, sfery rynkowej w kontekście kształtowania wizerunku przedsiębiorstwa, płaszczyzny technologicznej w materii ryzyka prowadzonej działalności badawczo-rozwojowej oraz w obrębie *sensu largo* wykorzystania kapitału pieniężnego, jako energomaterialnego zasilenia procesów rozwojowych. Kolejna z części macierzy dotyczy percepcji ryzyka oraz wyznaczenia jego akceptowalnych charakterystyk w obszarze czynników kwalitatywnych strategicznych procesów decyzyjnych doboru finansowania, wśród których nastąpiła identyfikacja optyki recepcji ryzyka hipotetycznej zmienności formuł regulatora legislacyjnego, adekwatności wyznaczania okresu wykorzystania kapitału w procesach finansowania działalności rozwojowej, słuszności projekcji zasileń kapitałowych rozumianych przez pryzmat ustalenia prawidłowości wykorzystania środków pieniężnych pochodzących z różnych źródeł, oraz adekwatności rozpoznania potencjalnej

konkurencyjności aktywów trwałych będących przedmiotem inwestycji. Ostatnia z części macierzy ryzyka dotyczy rozpoznania sposobów percepcji ryzyka oraz wyznaczenia jego akceptowalnych charakterystyk w zakresie efektywnościowych czynników strategicznych procesów decyzyjnych rozważanego obszaru, do których zaliczono minimalizację średnioważonego kosztu kapitału planowanego do wykorzystania w finansowaniu przedsięwzięcia, maksymalizację rentowności kapitału własnego oraz maksymalizację rentowności aktywów trwałych, a także formuły prawidłowego kształtowania przepływów pieniężnych.

Do napisania rozprawy doktorskiej wykorzystano literaturę z zakresu ekonomii i finansów, nauk o zarządzaniu i jakości, nauk prawnych oraz aktów normatywnych, a także danych pochodzących z dokumentacji źródłowej w postaci dokumentacji aplikacyjnej o uzyskanie decyzji o wsparciu nowej inwestycji. Metodami wykorzystanymi w pracy były metoda opisowa, metoda analizy literatury, badania dokumentów, analiza jakościowa, jak i analiza ilościowa danych, metoda graficzna, a także analiza ekonomiczna. Posłużono się narzędziami badawczymi tj. technika zbierania i analizy danych pierwotnych czy macierz ryzyka.

Przeprowadzone badania posiadają nowatorski charakter, gdyż dotychczas w literaturze nie wskazano istotności przyjętego sposobu percepcji ryzyka w kontekście ewaluacji strategicznych czynników decyzyjnych warunkujących dobór finansowania inwestycji. Przedstawione w badaniach własnych podejście relatywizuje nadrzędność kryterium efektywnościowego względem rozpoznanej, zgodnie z przyjętym modelem, mierzalnej niepewności gospodarowania, a co z tego wynika, warunkuje, że pożądana charakterystyka strategicznych kryteriów wyboru finansowania nie jest determinowana wyłącznie minimalizacją kategorii kosztowych oraz maksymalizacją kategorii przychodowych, ale również akceptowalnym ryzykiem, tym samym tworząc nowe ramy samoregulacji systemu ekonomiczno-finansowego podmiotów gospodarujących w tym zakresie. Zrealizowane badania stanowią wkład w pogłębienie wiedzy w dziedzinie nauk społecznych, w dyscyplinie ekonomii i finansów, gdyż na podstawie prezentowanych przez przedsiębiorstwa modeli postrzegania ryzyka pozwalają przyjąć nową optykę na kwestie dotyczące ewaluacji kryteriów decyzyjnych występujących w strategicznych procesach decyzyjnych, rozpoznać motywy postępowania przedsiębiorstw oraz ich pogląd na materię strategicznej homeostazy ekonomiczno-finansowej, co umożliwia antycypację i lepsze zrozumienie postaw i zachowań jednostek gospodarczych w zakresie wykorzystania kapitału pieniężnego w procesach rozwojowych.

ROZDZIAŁ 1. DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA W FUNKCJONOWANIU PRZEDSIĘBIORSTW

1.1. Uwarunkowania rozwoju funkcjonalnego przedsiębiorstw

System społeczno-gospodarczy i podmioty gospodarcze znajdujące się wśród jego składowych podlegają zmienności w czasie, swoistej ewolucji wynikającej z ekspansji potrzeb społecznych, rozkwitu rynku oraz zwiększenia ich znaczenia w rozwoju przywołanego systemu[1]. W tym kontekście działalność organizatorska człowieka, rozumianego jako *homo oeconomicus,* jest podejmowana nieustannie. Ukształtowana została na przełomie XVIII i XIX w. w formie *stricte* organizacyjnej, stanowiącej namiastkę współczesnych przedsiębiorstw[2]. Nastąpił wówczas wzmożony postęp techniczny, który skutkował opatentowaniem i upowszechnieniem masowej produkcji oraz dystrybucji dóbr. Zaistnienie tych czynników oraz ich intensyfikacja zdeterminowały zajęcie przez przedsiębiorstwa, w szczególności produkcyjne, centralnego miejsca w systemie gospodarczym zachodniej Europy, a parę dekad później także w systemie gospodarczym Stanów Zjednoczonych Ameryki Północnej. Przez swoją działalność podmioty rynkowe zaczęły generować dochód narodowy, stanowić źródło rozwoju technologicznego, a także w szerokim zakresie zaspokajać potrzeby popytowej strony rynku, tym samym ujawniając swój *stricte* gospodarczy wymiar[3]. Z drugiej strony przedsiębiorstwa stały się generatorem miejsc pracy oraz swoistą matrycą instytucjonalną, od której zależny był zarówno kształt ograniczeń zasobowych społeczeństwa, jak i bodźce rozwoju ruchów społecznych uformowanych w wieku XIX oraz XX[4]. Uprawniona, wobec tego jest konstatacja, że przedsiębiorstwo jest wytworem historycznym i cywilizacyjnym, zawierającym w sobie elementy zarówno gospodarcze jak i społeczne, który ustrukturalizowany został na konkretnym etapie rozwoju społeczeństwa[5].

---

[1] *Przedsiębiorstwo. Wartość. Zarządzanie.*, red. C. Suszyński, Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2007, s. 20.
[2] M. Wojtysiak-Kotlarski, *Teoria Przedsiębiorstwa a koncepcje zarządzania i praktyka biznesu,* Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2011, s. 29.
[3] W. Kowalczewski, *Przedsiębiorstwo w teorii ekonomicznej i praktyce gospodarczej,* Zeszyty Naukowe Uczelni Warszawskiej im. Marie Skłodowskiej – Curie, Warszawa 2013, s. 91.
[4] A. Matysiak, M. Raftowicz, *Polimorfizm systemu gospodarczego,* Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach nr 378, Katowice 2019, s. 7-8.
[5] S. Sudoł, *Przedsiębiorstwo. Podstawy nauki o przedsiębiorstwie. Teorie i praktyka zarządzania*, TNOiK „Dom Organizatora, Toruń 1999, s. 17.

Nakreślona geneza organizacji gospodarczych stwarza możliwość identyfikacji obecnej optyki postrzegania istoty przedsiębiorstwa. Na gruncie legislacyjnym działalność gospodarcza definiowana jest jako każda zorganizowana działalność zarobkowa, wykonywana we własnym imieniu i w sposób ciągły[6]. Przedłożona definicja działalności gospodarczej jest komplementarna z przyjętym w teorii paradygmatem dotyczącym wyodrębnień przedsiębiorstwa, wśród których należy wskazać wyodrębnienie pod względem[7]:

- ekonomicznym,
- prawnym,
- techniczno-organizacyjnym.

Pierwszy wymiar wyodrębnień stanowi podstawę funkcjonowania gospodarki towarowo-pieniężnej oraz działalności przedsiębiorstw. Sprowadza się w głównej mierze do zachowania przez podmioty gospodarcze swobody zarządzania majątkiem, który co do zasady powinien być powiększany. Odnosi się również do reprodukcji we własnym zakresie konsumowanych zasobów majątkowych poprzez prowadzenie działalności operacyjnej przy uwzględnieniu zasady rentowności. Szeroko rozumiana działalność przedsiębiorstw wiąże się z określonym stopniem niepewności bądź ryzyka, będącym immanentną cechą gospodarki wolnorynkowej, z którego wynikają potencjalne straty i korzyści. Wobec tego podejmowane przez jednostki działania obarczone są konsekwencjami, które stanowić będą między innymi o ich pozycji rynkowej oraz kondycji finansowej[8]. W tym kontekście przedsiębiorstwo należy uznać za twór podejmujący działalność gospodarczą w celu zaspokojenia potrzeb innych podmiotów, zarówno ze sfery społecznej, jak i gospodarczej czy instytucjonalnej, przez produkcję wyrobów lub świadczenie usług, przy czym determinantą podejmowanej działalności jest potencjalna korzyść ekonomiczna, obarczona pewnym ryzykiem, bądź niepewnością jej wygenerowania[9].

Drugie z wyodrębnień stanowi wyodrębnienie prawne. Jest ono logicznym fundamentem odrębności ekonomicznej, gdyż posiadanie osobowości prawnej jest warunkiem koniecznym uzyskania zdolności do podejmowania różnego rodzaju działań

[6] Ustawa z dnia 06.03.2018 – Prawo przedsiębiorców, tekst jedn. Dz. U. z 2023 poz. 221, Art. 3.
[7] *Przedsiębiorstwo. Drogi sukcesu rynkowego,* red. J. Żurek, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2016, s. 14.
[8] S. Sudoł, *Przedsiębiorstwo przemysłowe. Ekonomika-Organizacja-Zarządzanie.,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1988, s. 15.
[9] *Przedsiębiorstwo. Podstawy nauki o przedsiębiorstwie.,* op. cit., s. 36-37.

prawnych związanych z obrotem gospodarczym tj. zaciąganie zobowiązań czy zawieranie umów z innymi przedsiębiorstwami[10]. Działalność gospodarcza legalizowana jest poprzez wpis do Centralnej Ewidencji i Informacji o Działalności Gospodarczej lub Krajowego Rejestru Sądowego[11]. Główną funkcją przytoczonych rejestrów jest zapewnienie jawnych oraz wiarygodnych informacji dotyczących konkretnego przedsiębiorcy, stwarzając tym samym sposobność ograniczenia ryzyka wchodzenia w relacje gospodarcze z tym podmiotem przez jego interesariuszy tj. kontrahenci[12]. Na podstawie wpisu do właściwego rejestru podmiot gospodarczy nabywa określone prawa i obowiązki, które wynikają z odpowiednich regulatorów prawnych między innymi z zakresu prawa finansowego oraz administracyjnego, ale także w kontekście relacji z interesariuszami wewnętrznymi tj. pracownicy – z zakresu prawa pracy. Wobec tego wyodrębnienie prawne legitymizuje funkcjonowanie podmiotów w systemie społeczno-gospodarczym, jednocześnie nakładając na nie określone ograniczenia.

Ostatnim z wyodrębnień przedsiębiorstwa jest odrębność techniczno-organizacyjna. Wymiar organizacyjny sprowadza się do swobody strukturalizacji wewnętrznej, będącej swoistym szkieletem przedsiębiorstwa, w znacznym stopniu odpowiadającym za sprawność jego funkcjonowania. Struktura organizacyjna stanowi o tyle specyficzną cechę danego podmiotu, że jej kształt uzależniony jest od licznych czynników, wśród których wskazać należy formę własności, etap cyklu życia, na którym znajduje się organizacja czy zakres działania oraz wiązkę celów, które planuje realizować. Z kolei techniczny aspekt wskazanej odrębności odnosi się do prawa do wprowadzania nowych rozwiązań technicznych i technologicznych m.in w ramach posiadanego parku maszynowego, usprawniając tym samym działalność operacyjną[13].

Powyższe wyodrębnienia wskazują na przynależną każdemu podmiotowi autonomię w zakresie podejmowania decyzji w ramach swojej działalności, czyli inaczej inercję, która stanowi podwaliny działalności przedsiębiorstwa. W odniesieniu do działalności podmiotów gospodarczych należy ją identyfikować jako zdolność samodzielnego tworzenia i utrzymywania procesów, struktur oraz relacji w ramach swojego wnętrza, jak również środowiska, w którym funkcjonuje. Forma i zakres tych relacji uzależnione są z jednej strony od działań konkretnie rozpatrywanej jednostki,

[10] *Podstawy nauki o organizacji. Przedsiębiorstwo jako organizacja gospodarcza.,* red. S. Marek, M. Białasiewicz Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2008, s. 38-39.
[11] Ustawa z dnia 06.03.2018 – Prawo przedsiębiorców, tekst jedn. Dz. U. z 2023 poz. 221, Art. 17.1
[12] *Podstawy nauki o organizacji. Przedsiębiorstwo jako organizacja gospodarcza,* op. cit., s. 39.
[13] *Przedsiębiorstwo. Drogi sukcesu rynkowego.*, op. cit., s. 14-15.

z drugiej strony natomiast od zajmowanego miejsca w hierarchii systemowej, w ramach której istnieją systemy niższego, ale i wyższego rzędu, takie jak porządek prawny, wyznaczające jednostce obszar swobody[14]. Niemniej uprawnione jest stwierdzenie, że wiązka działań o charakterze autonomicznym może być skierowana do wnętrza, jak i zewnętrza podmiotu i na tej podstawie wyróżnić należy autonomię endogenną oraz autonomię egzogenną. Pierwsza z wymienionych obejmuje wyłączne prawo organów zarządczych przedsiębiorstwa do podejmowania decyzji dotyczących podmiotu. Z kolei autonomia zewnętrzna sprowadza się do swobody w zakresie wykorzystywania szans rynkowych i kreowania swojej pozycji w otoczeniu, bez interwencji podmiotów trzecich, zwłaszcza państwa, w sytuacji, gdy nie wynika to z relacji właścicielskich[15].

Przytoczone pojęcie autonomii, choć sprowadza się do możliwości samostanowienia, nie powinno być mylnie utożsamiane z brakiem wpływu otoczenia na podmiot, a wręcz odwrotnie – otoczenie przedsiębiorstwa umożliwia mu przetrwanie[16]. Podmiot gospodarczy prowadzi nieustanną wymianę energii i informacji ze środowiskiem, w obrębie którego funkcjonuje oraz z którego uzyskuje zasilenia w postaci materii, czyli zasobów odpowiednich dla specyfiki konkretnej działalności. Otoczeniem najszerzej nazwać można zbiór warunków i elementów generujących bodźce wywierające realny wpływ na zachowanie rozpatrywanego przedsiębiorstwa, obserwujących to zachowanie, a także z którym to zbiorem przedsiębiorstwo wchodzi w różnego rodzaju interakcje w wyodrębnionym przedziale czasowym[17]. Nie sposób wyróżnić wszystkie elementy stanowiące otoczenie podmiotu, gdyż składniki wpływające na jego zachowania i/lub będące od nich zależne są zbyt liczne, a ich lista nie może zostać zamknięta ze względu na pojawianie się coraz to nowych ogniw systemu społeczno-gospodarczego oraz wygaszanie starych[18]. Niemniej można stwierdzić, że choć liczba elementów, które regulują i wpływają na kształt oraz działania przedsiębiorstwa jest nieograniczona, to sprowadzają się one do trzech podstawowych kategorii, wśród których wskazać należy[19]:

---

[14] Z. Martyniak, *Nowe metody i koncepcje zarządzania,* Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2002, s. 131.
[15] *Podstawy nauki o organizacji. Przedsiębiorstwo jako organizacja gospodarcza,* op. cit., s. 398
[16] G. J. B. Probst, *Organiser par l'auto-organisation,* EO, Paryż 1994, s. 133.
[17] L. Kupiec, *Otoczenie podmiotów gospodarczych* w: Rozwój przedsiębiorstwa – szanse i rozwój, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Siedlcach, Siedlce 2008, s 30-36.
[18] M. Białasiewicz, *Rozwój przedsiębiorstw. Modele, czynniki, strategie.* Rozprawy i studia Uniwersytetu Szczecińskiego, tom 414, Szczecin 2002, s. 53
[19] A. Letkiewicz, *Samoregulacja w symetryzacji systemów przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2013, s. 81- 127.

- państwo,
- rynek,
- przedsiębiorstwo, jako regulator wobec samego siebie.

Państwo jako element otoczenia, regulator oraz system wyższego rzędu w stosunku do przedsiębiorstw, powinno być traktowane jako kolektyw organizacji o charakterze instytucjonalnym, wyznaczający za pomocą narzędzi legislacyjnych określone ramy funkcjonowania gospodarki oraz podmiotów gospodarujących, a także korygujący niedoskonałości rynkowe poprzez odpowiednio zakrojoną interwencję. Podstawowym celem działalności państwa, w rozumieniu tworu formalno-prawnego odpowiadającego za wzrost dobrobytu społecznego, jest dwuwymiarowa stabilizacja obowiązujących norm. Po pierwsze ma ono stworzyć warunki uczciwego i sprawnego obrotu gospodarczego. Drugi wymiar sprowadza się do zagwarantowania powszechnej dostępności dóbr publicznych odnoszących się do szeroko rozumianego bezpieczeństwa przy jednoczesnej strukturalizacji relacji społeczno-gospodarczych[20]. Wobec tego państwo realizuje zarówno funkcje gospodarcze, jak i społeczne, tym samym stając się takim ogniwem systemu społeczno-gospodarczego, które nadają mu wymiar formalny oraz wyznacza określony porządek prawny.

Drugim z segmentów otoczenia bezpośrednio oddziałującym na przedsiębiorstwo jest rynek. Obszar popytowy otoczenia rynkowego powinien być traktowany dwojako. Po pierwsze w odniesieniu do ustalania poziomu cen w relacji do skłonności konsumentów do nabywania konkretnych dóbr, a także preferencji konsumentów względem oferty produktowej przedsiębiorstwa[21]. Po drugie jako wymóg podejmowania działań kooperatywnych pomiędzy podmiotami gospodarczymi, które umożliwiają zaspokajanie potrzeb coraz szerszego grona konsumentów. Zdefiniowanie roli rynku w kontekście wpływu na podmioty gospodarujące należy odnieść do przenikających *spectrum* gospodarcze sił popytu i podaży. Przedsiębiorstwa w ramach swojej działalności dążą do rozpoznania równowagi rynkowej pomiędzy wskazanymi siłami oraz do jej indywidualnej konstrukcji, gdyż potencjalne nieosiągnięcie stanu optimum w tym zakresie jest równoznaczne ze stratami, bądź utraconymi korzyściami. Wobec tego priorytetem przedsiębiorstwa w wymiarze rynkowym jest symetryzacja właściwych

[20] Ibidem, s. 81-84.
[21] D. Mirońska, *Zachowania nabywców na rynku. Trendy i wpływ na działanie przedsiębiorstw,* International Journal of Management and Economics 27, 2010, s. 114.

regulatorów[22]. Regulacyjna rola rynku powinna być rozpatrywana w sposób rozłączny w odniesieniu do podaży i popytu. Oddziaływanie obszaru podażowego opiera się na rozpoznawaniu przez przedsiębiorstwa mechanizmu konkurowania przynależnego dla właściwego segmentu gospodarki. W tym zakresie regulacja sprowadza się niejako do stanowienia przez rynek matrycy porównawczej zachowań przynoszących sukces oraz ich naśladownictwa i implementacji we własnych strukturach. Dodatkowo stanowi on pobudkę wdrażania działań innowatorskich, lepszych niż działania konkurentów[23].

Wdrażanie działań innowacyjnych jest podstawą regulacji endogennej podmiotów gospodarujących, wynikającej z wzajemnego oddziaływania na siebie względnie odosobnionych systemów wewnętrznych poprzez sprzężenia zwrotne pomiędzy nimi[24]. Traktując system przedsiębiorstwa jako złożony organizm, który w swoim założeniu pozostawać ma celowy i efektywny, procesy zachodzące w jego wnętrzu powinny być ze sobą skoordynowane w taki sposób, by ustalona hierarchia ich realizacji umożliwiała organizacji osiąganie przyszłych, korzystnych stanów. U podstaw regulacji wewnętrznej znajduje się zmienność warunków funkcjonowania konkretnego systemu wynikająca z zarejestrowanych zdarzeń gospodarczych w jego otoczeniu, które wymuszają jego właściwą adaptację względem warunków przez nie zmienionych[25]. To z kolei wywołuje reakcję łańcuchową, w ramach której zmienność jednego z systemów determinuje zmienność pozostałych, ze względu na fakt, że ustrukturalizowane relacje przyczynowo skutkowe pomiędzy nimi oraz wewnętrzne normy ich działania ulegają transformacji, a co za tym idzie następuje zachwianie utrzymywanej przez poszczególne z nich homeostazy. Ze względu na ciągłość bodźcowania systemów oraz nieustannie zachodzące, coraz to nowe zdarzenia gospodarcze w ich otoczeniu i pomiędzy nimi, homeostaza systemowa nie powinna być traktowana jako statyczna, ale raczej jako dynamiczna, ujawniająca się w nieustannej zmienności wnętrza podmiotu pozwalającej realizować w sposób procesowy wyznaczone cele[26]. Definiowana w ten sposób prowadzi do dynamicznej równowagi wewnętrznej podmiotu utrzymywanej i wzmacnianej efektem synergii pomiędzy jego składowymi realizującymi funkcje utrzymywania

[22]B. Majecka, *Behawioralne wartości stratyfikacji ekonomicznej,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2015, s. 115.
[23] J. Kaja, *Polityka gospodarcza. Wstęp do teorii.*, SGH, Warszawa 2007, s. 14.
[24] A. – L. Barabasi, *Network Science,* BarabasiLab, Boston 2012, s. 36-40.
[25] J. Kacała, A. Wierzbic, E. Kołaczyk, *Kluczowe determinanty kształtowania struktur i regulacji w systemie zarządzania przedsiębiorstwem,* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 178, Wrocław 2011, s. 81-93.
[26] K. Grzybowska, *Reorganizacja przedsiębiorstw. Zarządzanie zmianą organizacyjną,* Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2010, s. 13-14.

równowagi cząstkowej[27]. Wobec tego zmienność wewnętrzna staje się niejako warunkiem koniecznym przetrwania, a deterministyczne podejście do przekształceń przedsiębiorstw, oparte na funkcji zmienności efektywności ich gospodarowania w zależności od zmienności wewnętrznych i zewnętrznych uwarunkowań funkcjonowania, umożliwia stwierdzenie, że zmiana jest różnicą między stanem w czasie t_1 a stanem następującym w czasie t_2. W takim kontekście przytoczona różnica stanowi merytoryczny fundament rozwoju organizacyjnego.

Kategoria rozwoju, ujęta na tle zmiany strukturalnej, sprowadza się do wzrostu przedsiębiorstwa w otoczeniu. Wzrost ten wywołany jest przez transformację ewolucyjną opartą na procesie uczenia się organizacji i ramach postępu wyznaczanych przez systemy zewnętrzne. Tak skonceptualizowanemu pojęciu rozwoju towarzyszy potrzeba osiągania przez podmiot wyznaczonych celów, które są pożądanymi, osadzonymi w czasie t_2 stanami przyszłymi, stymulującymi do podejmowania działań teraźniejszych, w czasie t_1. Działania te, w myśl koncepcji procesualnej, nie powinny przybierać formy doraźnego zaspokajania potrzeb, ale raczej wynikających z siebie kroków służących osiąganiu celów znajdujących swoje podstawy zarówno w osadzonej w ontologii przedsiębiorstwa autonomii, jak i uwarunkowaniach społeczno-gospodarczych[28]. Planistyczne podejście do zmian organizacyjnych *in plus* umożliwia długofalową konkretyzację celów, wyznaczającą wspomniany ciąg logiczny podejmowanych przez podmiot aktywności, przy jednoczesnym zapewnieniu swobody decyzyjnej w zakresie doboru środków umożliwiających te działania. Z niejednorodności wewnętrznej przedsiębiorstw oraz złożoności środowiska społeczno-gospodarczego wynika mnogość celów, do których osiągania są zobligowane w trakcie swojej działalności[29].

Wielorakość wiązek celów realizowanych przez podmioty gospodarcze wymusza dążenie do ich zgodności, czyli ich systematyzację. Podejście nakreślające relację wewnątrzsystemową przedsiębiorstw poprzez delegowanie odpowiedzialności osiągania celów skłania ku wyszczególnieniu ich według kryterium nacechowania kwantytatywnego lub kwalitatywnego[30]. Pierwsze z wymienionych tyczy się rezultatów

[27] L. von Bertalanffy, *Ogólna teoria systemów. Podstawy, rozwój, zastosowania*, Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1984, s. 139-140.
[28] L. Pacholski, B. Węgrzyn, *Sześć barier wprowadzania TQM w przedsiębiorstwie produkcyjnym,* Organizacja i Zarządzanie nr 30, 2001, s. 310.
[29] K. Fabiańska, J. Rokita, *Planowanie rozwoju przedsiębiorstwa,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1984, s. 106-110.
[30] E. Grzegorzewska-Ramocka, *Cele ekonomiczne i społeczne przedsiębiorstwa,* Gospodarka Narodowa vol. 233, 2009, s. 59-60.

finansowych, których konieczność zaistnienia znajduje się u podstaw wyodrębnienia ekonomiczno-finansowego przedsiębiorstw. W tym ujęciu cele stanowią kategorię ekonomiczną odnoszącą się do zasad generowania przychodów z podstawowej działalności podmiotów oraz generalnie zasileń pieniężnych tę działalność umożliwiających. Immanentną cechą przedsiębiorstwa, w rozumieniu organizmu funkcjonującego na rynku czy szerzej - systemie społeczno-gospodarczym, jest konieczność dookreślania w długiej perspektywie celów ekonomiczno-finansowych. Słusznym wydaje się być w tym kontekście wskazanie, że cele w przedstawionym zakresie nie powinny być stanowione na podstawie doświadczeń *ex post*, ale raczej przez percepcję stanu otoczenia oraz szans z niego wynikających, przy jednoczesnym uwzględnieniu uwarunkowań wewnętrznych[31]. Do podstawowych kategorii w tym wymiarze należy zaliczyć cele cząstkowe, tj. utrzymanie płynności, rozwój wielkości i struktury przepływów pieniężnych czy maksymalizację wartości rynkowej przedsiębiorstwa oraz zysk, który teoria neoklasyczna pozycjonuje jako wartość nadrzędną oraz oś uzasadnienia sensu funkcjonowania podmiotów[32]. Należy jednak zauważyć, że choć, co do zasady, cel generowania zysku stanowi *spiritus movens* działalności organizacji gospodarczych to nadawanie mu przymiotu celu absolutnego i ostatecznego wydaje się być podejściem zdezaktualizowanym. Zastrzeżenia w tej kwestii istnieją na gruncie metodologicznym, empirycznym czy etycznym i niejako legitymizują istotność celów kwalitatywnych zarówno w wymiarze operacyjnym, jak i strategicznym[33]. Uznanie bezwzględności realizacji celu w postaci generowanego zysku wymagałoby odrzucenia paradygmatu o fundamentalnej roli zespołu ludzi oraz systemowego charakteru jednostki gospodarczej. Ponadto w *universum* społeczno-gospodarczym istnieją organizacje nie nastawione bezpośrednio na zysk, a społeczny wymiar otoczenia determinuje osadzenie podmiotów w systemie norm etycznych, co skutkuje posiadaniem przez nie określonych obowiązków w sferze społeczno-socjalnej. Nadanie przymiotu absolutyzmu kategorii zysku uprawniałoby do stwierdzenia, że nie ma żadnych warunków brzegowych procesu jego maksymalizacji. *A contrario,* maksymalizowany zysk jest wyłącznie narzędziem realizacji celów rzędu równego bądź wyższego. W odniesieniu do takiej syntezy, zrównoważenie kategorii ekonomiczno-

[31] K. Obłój, *Strategia organizacji*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 429-432.
[32] M. Mikołajek-Gocejna, *Cele przedsiębiorstwa* w: *Nauka o przedsiębiorstwie. Wybrane zagadnienia,* red. I. Lichniak, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2009, s. 91.
[33] T. Gruszecki, *Współczesne teorie przedsiębiorstwa,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2002, s. 159-166.

finansowych z kategoriami kwalitatywnymi w rozumieniu realizacji wiązek celów przedsiębiorstwa wydaje się być zabiegiem uprawnionym.

Cele kwalitatywne, inaczej – pozaekonomiczne, nie są bezpośrednim generatorem zmienności wartości ekonomiczno-finansowych, lecz wywołują je pośrednio. Sprowadzają się do usprawniania poszczególnych systemów przedsiębiorstw, umożliwiając im stanowienie coraz to bardziej adekwatnych do uwarunkowań reguł funkcjonowania oraz poprawę relacji z otoczeniem, zarówno wewnętrznym, jak i zewnętrznym. Wśród nich można wskazać cele m.in. w zakresie organizacyjnym, etycznym, intelektualnym, badawczo-rozwojowym, ekologicznym czy politycznym[34]. Zakres realizowanej przez konkretne przedsiębiorstwo wiązki celów w wymiarze wykorzystania aktywów ludzkich, zasobów intelektualnych czy konstruktu organizacyjno-technicznego sprowadza się do immanentnej zdolności zaspokajania potrzeb różnych grup interesariuszy, których relacje z podmiotem wynikają z jego przynależności do większego ekosystemu[35]. Zaspokojenie i godzenie potrzeb interesariuszy prowadzi do wzrostu przedsiębiorstwa w otoczeniu i rozwoju, a co za tym idzie poprawy pozycji konkurencyjnej. Tak przedstawiony ciąg logiczny potwierdza istnienie sprzężenia zwrotnego pomiędzy realizacją celów kwantytatywnych i kwalitatywnych[36]. Generowany zysk, czy szerzej zasilenia pieniężne, stanowią warunek konieczny kontynuacji działalności gospodarczej i umożliwiają ciągłe podejmowanie aktywności pozaekonomicznej, także w wymiarze *stricte* społecznym[37]. Z kolei poprawa jakości produktów, pozycjonowania w otoczeniu, ogólnej sprawności systemów przedsiębiorstwa czy w rezultacie pozycji konkurencyjnej, jest podwaliną wzrostu przychodów ze sprzedaży, a one natomiast, przy poprawnie sformułowanych zasadach kosztotwórstwa, implikują wyższy poziom zysku.

Z heterogeniczności przedsiębiorstw i systemu społeczno-gospodarczego, którego przedsiębiorstwa są elementami, wynika mnogość celów realizowanych przez te podmioty. Choć istnieją cele podstawowe tj. przetrwanie, które odnosi się do całości bytu organizacji, należy uznać, że poszczególne zadania cząstkowe są realizowane przez

[34] A. Stabryła, *Zarządzanie strategiczne w teorii i praktyce firmy,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Kraków 2002, s. 43.
[35]M. Olszewska, *Wybrane determinanty podejmowania działań pozaekonomicznych przez przedsiębiorstwa,* Myśl Ekonomiczna i Polityczna nr 4, 2014, s. 172-192.
[36] J. Żurek, *Przedsiębiorstwo. Zasady działania, funkcjonowanie, rozwój.*, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2007, s. 37-42.
[37] B. Pomykalska, P. Pomykalski, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Wskaźniki i decyzje w zarzadzaniu,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2017, s. 19-21.

właściwe systemy jednostki, wśród których należy wyróżnić system motywacyjny, marketingowy, operacyjny, zarządzania i ekonomiczno-finansowy. W związku z tym, że cele systemów nie są jednorodne, środki wymagane do ich osiągania także się różnią w zależności od konkretnego celu oraz systemu ten cel realizującego[38]. W tym kontekście przedsiębiorstwo, w oparciu o posiadaną swobodę decyzyjną wynikającą z autonomii, może dowolnie, w obrębie wyznaczonego przez regulatory prawne obszaru swobody, dobierać zasilenia niezbędne do realizacji wyznaczonych celów[39]. Kolektyw zasileń jako wiązek wejść do systemu, zarówno w rozumieniu organizacji jako całości, jak i poszczególnych jej składowych, posiadający potencjał transformacyjny umożliwiający osiąganie pożądanych stanów przyszłych należy rozpatrywać w kategorii portfela zasobowego. Specyficzny dla charakteru działalności konstrukt zasobowy skumulowany w organizacji, przy właściwych umiejętnościach jego wykorzystania determinuje generowanie określonych dodatnich skutków gospodarowania w perspektywie *ex ante*, między innymi w ujęciu ekonomicznym. We wskazanym kontekście wyposażenie zasobowe organizacji, implikujące możliwe do uzyskanie przyszłe korzyści na skutek jego wykorzystania, traktowane powinno być jako kapitał organizacji[40]. Rozważenia, wobec tego wymaga istota właściwych dla realizacji celów długookresowych zasileń energomaterialnych, sposób ich transformacji oraz specyficzne ich rodzaje wraz z zajmowanym przez nie miejscem w działalności jednostek, *sensu largo*.

1.2. Istota zasileń kapitałowych podmiotów gospodarczych

Rozwój przedsiębiorstw, rozumiany przez pryzmat nieustającej zmienności wewnętrznej umożliwiającej osiąganie postępujących po sobie pożądanych stanów przyszłych, jest wypadkową wykorzystania właściwych zasobów w ramach realizowania adekwatnych do uwarunkowań zewnętrznych oraz wewnętrznych procesów przez poszczególne podsystemy podmiotów gospodarujących[41].Właściwie alokowane oraz zastosowane zasoby warunkują utrzymanie ciągłości działalności organizacji, a ich

[38] A. Letkiewicz, *Innowacyjność regulacyjna w systemach funkcjonalnych przedsiębiorstw* w: *Innowacje przedsiębiorstwa – standard XXI wieku*, red. J. Fryca, T. Nowosielski, PTE w Gdańsku, Gdańsk 2011, s. 59.
[39] J. Kubiak, T. Nowaczyk, *Swoboda działalności gospodarczej a system zasilania kapitałowego przedsiębiorstw*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, zeszyt nr 3, 2005, s. 175-176.
[40] *Słownik Języka Polskiego* – hasło: kapitał, https://sjp.pwn.pl/slowniki/kapitał.html (dostęp: 22.08.2023 r.)
[41] A. Skowronek-Mielczarek, *Zasoby w rozwoju przedsiębiorstwa* w: *Studia i prace kolegium zarządzania,* Zeszyt Naukowy 121, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2012, s. 127.

wykorzystanie zgodne z zasadą gospodarności odnoszącej się do maksymalizacji efektywności ich użycia w ramach realizacji określonych zadań stanowi jeden z filarów wzrostu wartości przedsiębiorstwa w czasie. Wobec tego zasilenia zasobowe rozpatrywane powinny być dwojako. Po pierwsze jako konfiguracja elementów, koniecznych do bieżącego funkcjonowania i utrzymania równowagi wewnętrznej, oraz sprzężeń pomiędzy właściwymi częściami przedsiębiorstw[42]. Z drugiej strony odnoszone powinny być do strategii podmiotu, gdyż w długim terminie ich właściwy dobór oraz wykorzystanie determinują poprawę pozycji konkurencyjnej[43].

Wynikająca z wyodrębnienia ekonomicznego, prawnego oraz techniczno-organizacyjnego autonomia odnosząca się do prawa samostanowienia w obrębie struktur przedsiębiorstw umożliwia specyficzną i immanentną dla konkretnego podmiotu konfigurację zasobów wykorzystywanych w ramach działalności, które traktowane być powinny jako elementy o różnym charakterze, typie, rozmiarze i ukształtowaniu, pozostające do dyspozycji jednostki[44]. Wobec tego przywołana konfiguracja zasobów przedsiębiorstw jest czynnikiem różnicującym podmioty na rynku i umożliwiającym jednym wzrost w tempie szybszym od tempa wzrostu konkurentów. W takim kontekście właściwe dla realizowanej wiązki celów zasoby identyfikowane są jako czynniki determinujące rozwój przedsiębiorstwa w czasie, zarówno w wymiarze funkcjonalnym, jak i jakościowym czy ilościowym, a co za tym idzie – konkurencyjnym. Uznając więc fundamentalne znaczenie portfela zasobowego przedsiębiorstw, zarówno w perspektywie krótko, jak i długookresowej, rozważenia wymagają rodzaje zasobów wykorzystywanych w *continuum* ich działalności. Jednakże by zidentyfikować znaczenie ich zastosowania, w pierwszej kolejności należy wyszczególnić cechy zasobów właściwych dla specyfiki działalności podmiotów.

W kontekście dążenia przedsiębiorstw do utrzymania dynamicznej homeostazy oraz poprawy konkurencyjności w ujęciu strategicznym, w procesie doboru składników portfela zasobowego powinno rozpatrywać się przydatność tych składników na podstawie następujących kryteriów[45]:

- cenności,

[42] *Zarządzanie zasobami w przedsiębiorstwie,* red. M. Lisiński, Wyższa Szkoła Biznesu, Dąbrowa Górnicza 2006, s. 10.
[43] M. A. Leśniewski¸ *Konkurencyjność przedsiębiorstw. Wybrane problemy,* TNOiK, Toruń 2011, s. 51.
[44] M. Kunasz, *Zasoby przedsiębiorstwa w teorii ekonomii,* Gospodarka Narodowa, nr 211, 2006, s. 33-39
[45] C. B. Bingham, K. M. Eisenhardt, *Position, Leverage and Opportunity: A Typology of Strategic Logics Linking Resources with Competitive Advantage,* Managerial and Decision Economics, Vol. 29, 2008, s. 241-256.

- rzadkości,
- trudności imitacji,
- niedoskonałości w zakresie mobilności,
- kompatybilności z pozostałymi zasobami będącymi w posiadaniu przedsiębiorstwa.

Cenność zasobów wynika z zajmowanego przez nie miejsca w procesach wewnętrznych podmiotów gospodarujących. Zasób pozostaje dla przedsiębiorstwa cenny, gdy stanowi warunek konieczny bądź przynajmniej warunek dostateczny, osiągnięcia przez jednostkę konkretnej korzyści[46]. W związku z niejednorodnością realizowanych procesowo celów oraz odejściem od neoklasycznego poglądu o nadrzędności generowania zysku pośród innych funkcji przedsiębiorstw, rozpatrywana pod względem cenności zasobów korzyść nie powinna być identyfikowana wyłącznie w wymiarze pieniężnym. Rozumiana jako poprawa stanu przyszłego w stosunku do stanu teraźniejszego odniesiona być powinna raczej do wzrostu sprawności i efektywności działania poszczególnych elementów organizacji, w tym obszaru ekonomiczno-finansowego odpowiedzialnego za strukturalizację zasad generowania przychodów oraz kosztów. W przedstawionym ujęciu cenność zasobów wynika z ich przydatności w strategii przedsiębiorstwa opierającej się na realizowaniu postępujących po sobie heterogenicznych celów cząstkowych, które w efekcie umożliwiają realizację celów strategicznych[47].

Drugie z przywołanych kryteriów stanowi zjawisko rzadkości zasobów znajdujące swoje umocowanie teoretyczne w klasycznej teorii ekonomii. Zgodnie z definicją rzadkości potrzeby uczestników systemu społeczno-gospodarczego są nieograniczone w stosunku do dostępności zasobów, które w swojej naturze posiadają ograniczenia ilościowe[48]. Taki stan rzeczy wywołuje konkretne zjawiska zarówno we wnętrzu podmiotu, jak i w obrębie rynku zasobowego. Po pierwsze przedsiębiorstwa zmuszone są do dokonywania wyborów i racjonalnego wykorzystania czynników będących w ich posiadaniu, gdyż ich spożytkowanie na realizację konkretnej wiązki celów uniemożliwia zrealizowanie innej wiązki za pomocą tych samych czynników[49].

---

[46] P. N. Bukh, C. Nielsen, P. Gormsen, J. Mouritsen, *Disclosure of Information on Intellectual Capital in Danish IPO Prospectuses,* Accounting Auditing & Accountability Journal, Vol. 18 (6), 2005, s.713-732.
[47] K. Obłój, *Strategia organizacji. Wydanie III zmienione,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2014, s. 99-100.
[48] D. Begg, S. Fischer, R. Dornbusch, *Mikroekonomia,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 35-39.
[49] *Przedsiębiorczość – podręcznik, wybrane zagadnienia,* red. Z. Makieła, Państwowa Wyższa Szkoła Techniczno-Ekonomiczna im. Ks. Bronisława Markiewicza w Jarosławiu, Jarosław 2011, s. 65-66.

Konieczność wyboru wariantów wykorzystania zasobów generuje koszt alternatywny stanowiący utracone korzyści. Wymusza on niejako ewaluację wariantów decyzyjnych i podejmowanie decyzji zarządczych, zmieniających wnętrze przedsiębiorstwa poprzez priorytetyzację konkretnych działań oraz uznanie za podrzędne innych[50]. Z kolei w odniesieniu do rynku zasobowego, zjawisko ograniczoności zasobów w gospodarce, wymusza istnienie konkurencji w zakresie pozyskiwania właściwych dla specyfiki działalności zasileń[51]. Stwierdzając więc niedostatek czynników niezbędnych do podejmowania aktywności zgodnej z zasadą gospodarności, przedsiębiorstwa różnicują się pod względem efektywności realizacji konkretnych celów. Wobec tego z niedostępności zasobów wynikają ograniczenia rozwojowe podmiotów, a co za tym idzie trudności w zakresie uzyskiwania przewagi będącej podstawą sukcesu w perspektywie strategicznej, długookresowej.[52]

Trzecią z determinant istotności zasobów w działalności przedsiębiorstw jest trudność ich imitacji bądź substytucji przez konkurentów. Przedsiębiorstwa funkcjonujące w określonym segmencie rynku obserwują i oceniają wzajemnie swoje zachowania realizując przez to proces *benchmarkingu* umożliwiający wychwycenie luk efektywnościowych i tym samym identyfikujący przewagi innych podmiotów, w tym także przewagi w segmencie wykorzystania określonych zasobów[53]. Wobec tego dążenie do imitacji zasobów bardziej wartościowych jest bezpośrednio związane z występującym w gospodarce zjawiskiem rzadkości, bowiem w sytuacji możliwości łatwego zastąpienia konkretnego zasobu innym przestawałby on być zasobem rzadkim i nie stanowiłby wyróżnika podmiotu oraz przyczyny potencjalnej przewagi konkurencyjnej. Należy jednak uznać, że trudność imitacji zasobu nie wynika wyłącznie z jego unikalności osadzonej w zjawisku rzadkości, lecz także z określonej historii oraz niejasności związków przyczynowo-skutkowych jego użycia w strukturach wewnętrznych. Zasób bowiem może mieć swoje umocowanie w przewadze konkurencyjnej przedsiębiorstwa wynikające z historii relacji tej jednostki z podmiotami tworzącymi jej otoczenie, które często obwarowane są właściwymi regulatorami prawnymi w postaci np. patentów,

[50] T. Zalega, *Mikroekonomia współczesna – zbiór zadań,* Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2015, s. 7-14.
[51] M. Bochenek, *Ewolucja poglądów na temat wartości od starożytności do współczesności,* Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach nr 259, 2016, s. 22-24.
[52] *Kształtowanie konkurencyjności i przewagi konkurencyjnej małych i średnich przedsiębiorstw,* red. naukowa A. Adamik, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 68-69.
[53] B. Majecka, *Zachowania organizacyjne przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2003, s. 13-14.

kontraktów czy wieloletnich praw użytkowania. Z kolei w kwestii związków przyczynowo-skutkowych trudność imitacji zasobów sprowadza się do niekompletności informacji dostarczanej do konkurentów, opartej o niejawność informacji dotyczących przebiegu procesów przedsiębiorstw. Niezdolność identyfikacji kluczowych zasobów oraz szczegółowego procesu ich transformacji na rezultat końcowy umożliwia uzyskanie trwałej przewagi konkurencyjnej[54].

Niejednorodność struktur zasobowych w wymiarze czynnika różnicującego przedsiębiorstwa wynika także z ograniczeń w zakresie mobilności tychże zasobów. Bariery mobilności powinny być identyfikowane jako wypadkowa dyferencji endo- i egzogennej podmiotów tj. zarówno pod względem umiejętności wykorzystania poszczególnych czynników zasobowych, jak i niedoskonałości rynków czynników wytwórczych[55]. Na bariery te wpływają między innymi koszty alokacji zasobów, specyfika zasobów odniesiona do zdolności ich transformacji, a także ograniczenia w zakresie transferu wiedzy na temat wykorzystania tychże zasobów[56]. Z przedstawionych czynników wynika zlimitowana dystrybucja poszczególnych z zasileń energomaterialnych, która objawia się niemożnością ich nabycia, bądź imitacji. Taki stan rzeczy wywołuje konsekwencje w postaci pogłębiania niejednorodności zasobów w *continuum* czasowym pośród podmiotów. Zidentyfikowany model zasobowy u konkurenta, ujmujący w sobie portfel zasobów oraz sposoby jego zastosowania, w momencie powielenia go w konkretnej jednostce, może być niedostatecznie efektywny w stosunku do nowych rozwiązań wprowadzonych w przywołanym zakresie przez jednostki funkcjonujące na rynku. Dodatkowo nieznajomość związków przyczynowo-skutkowych obiegu zasobów wewnątrz przedsiębiorstw wywołana niekompletnością i niedostatecznością rejestrowanych przez przedsiębiorstwa informacji pogłębia zjawisko trudności imitacji[57]. Tak obciążona symetryzacja wewnętrznego układu zasobowego konkurentów wywołuje politomię rozwiązań transformacji wewnętrznej, która w konsekwencji heterogenizuje zachowanie podmiotów na rynku.

Ostatnim wyznacznikiem doboru zasobów do procesów systemów przedsiębiorstw jest ich kompatybilność z pozostałymi elementami służącymi realizacji

[54] *Strategia organizacji. Wydanie III zmienione,* op. cit., s. 99-100
[55] E. Głuszek, *Zasoby niematerialne w świetle kryteriów rynkowych warunkujących generowanie przewagi konkurencyjnej* w: Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 886, Wrocław 2001, s. 85-94.
[56] J. A. Dytwald, *Zasoby przedsiębiorstwa,* Przegląd organizacji, nr 3, 1996, s. 23-26.
[57] D. Collis, C. Montgomery, *Competing on Resources Strategy in the 1990s,* Harvard Business Review, July-August 1995, s. 118-128.

określonych celów gwarantujących zachowanie trwałej przewagi konkurencyjnej. Zasoby wykorzystywane w działalności przedsiębiorstw powinny tworzyć taką sieć, która z jednej strony będzie specyficzna dla konkretnego podmiotu, z drugiej natomiast umożliwiać będzie wywołanie efektu synergii w ramach właściwej transformacji poszczególnych jej elementów[58]. Wobec tego zasoby powinny stanowić niejako podwalinę sprawności systemowej przedsiębiorstwa rozpatrywanego przez pryzmat kolektywu uzależnionych od siebie części. Takie podejście wymusza identyfikację sposobu obiegu zasobów poprzez struktury przedsiębiorstw oraz ich typologię według właściwych kryteriów.

Podmioty gospodarcze są systemami otwartymi, złożonymi i dynamicznymi, czyli składającymi się z wzajemnie uzależnionych od siebie elementów strukturalnych, których celowa zmienność w czasie jest wynikiem przetwarzanej specyficznej wiązki informacji oraz energomaterii pobieranej z otoczenia[59]. Takie podejście implikuje trójpłaszczyznową strukturalizację przedsiębiorstw w wymiarze organizacyjnym, które to płaszczyzny dotyczą jego wymiaru rzeczowego, czyli przedsiębiorstwa jako całości złożonej z powiązanych części, wymiaru atrybutowego odnoszącego się do specyficznego dla konkretnej jednostki wewnętrznego układu elementów, a także do wymiaru czynnościowego, sprowadzającego się do procesowego postrzegania podmiotów gospodarczych, które w oparciu o swoje struktury przeprowadzają proces tworzenia i przekazywania do otoczenia rzeczy złożonych[60]. Wskazanie otoczenia jako z jednej strony źródła zasileń, których ciągłość determinuje zachowanie *continuum* działalności podmiotów gospodarujących, z drugiej jako odbiorcy efektów tej działalności legitymizuje stwierdzenie istnienia sprzężenia zwrotnego znajdującego się u podstaw relacji podmiot gospodarczy – otoczenie oraz umożliwia charakterystykę przedsiębiorstw, jako układów względnie odosobnionych, tzn. takich struktur elementów, na które co prawda wywiera wpływ zewnętrze, natomiast wpływ ten odbywa się w ograniczonym przez siłę inercji organizacji zakresie, mianowicie na ścieżkach określanych mianem wejść do systemu[61]. Właściwe wejścia do systemu, w zależności od

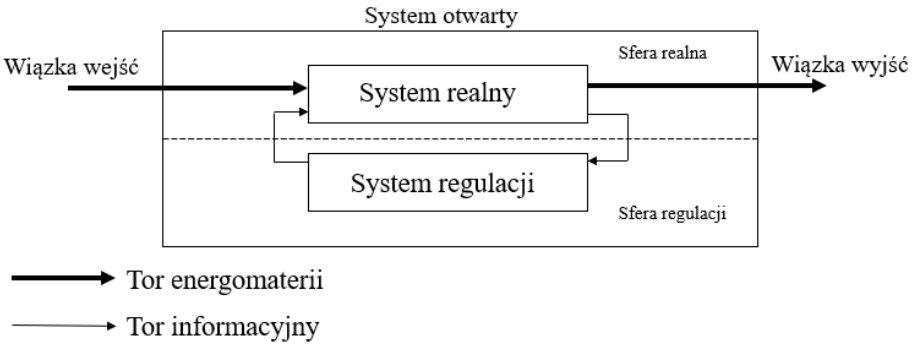
[58] B. de Witt, R. Meyer, *Synteza strategi. Tworzenie przewagi konkurencyjnej przez analizowanie paradoksów,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 144.
[59] K. Grzybowska, *Organizacja jako system otwarty i dynamiczny* w: *Zmiana warunkiem sukcesu: dynamika zmian w organizacji – ewolucja czy rewolucja*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 1141, 2006, s. 90-96.
[60] B. Kożuch, *Nauka o organizacji*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2007, s. 53-54
[61] B. Zakrzewski, D. Zakrzewska, *Przedsiębiorstwo produkcyjne i procesy realizowane w sferze produkcji*, Logistyka nr 3, 2014, s. 6965-6976.

ich rodzaju, odbierane przez receptory bądź zasilacze, i stanowią fundament przekształceń wewnętrznych podmiotów gospodarczych, które postrzegane przez pryzmat podejścia procesowego, traktowane być powinny jako portfel dynamicznych, wzajemnie przenikających oraz uzupełniających się procesów, warunkujących swój przebieg za pomocą sprzężeń zwrotnych. Na tej podstawie uzasadniona wydaje się być optyka rozpatrywania wykorzystywanych przez przedsiębiorstwa zasobów, zgodnie, z którą należy traktować zasoby jako podwalinę i element procesów, w których są one przekształcane z wielkości wejściowych w wielkości wyjściowe[62].

Uznając otwarty charakter systemów przedsiębiorstw, hierarchiczny konstrukt ich podsystemów oraz celowość przekształceń wewnętrznych należy stwierdzić, że w obrębie struktur organizacji dochodzi do zaistnienia sterowania, które rozumiane być powinno jako celowe wywieranie wpływu przez system sterujący na proces przebiegający na łamach systemu sterowanego, który ma na celu realizację właściwej dla tego procesu wiązki celów. Wpływ ten przybiera miano wyznaczania wartości normy sterowania, którą stanowi pożądany stan przyszły. Wszelkie odchylenia od realizacji wiązki celów umożliwiających osiągnięcie zamierzonego stanu przyszłego korygowane są przez mechanizm regulacji[63]. Sterowanie stanowi immanentną cechę systemów otwartych, gdyż odbywa się dzięki istnieniu sprzężenia zwrotnego opierającego się na obiegu energomaterii oraz informacji, w taki sposób, że efekty działania układu są rejestrowane przez jego receptory i stanowią ścieżki wejścia, co umożliwia korektę działania tego układu i dostosowanie do bieżących potrzeb narzucanych zarówno endogennie, jak i egzogennie w stosunku do przedsiębiorstwa. Na podstawie właściwego nasycenia informacyjnego ustalane są zależności wiążące wartości wejściowe z wartościami zadanymi a także stanowione są coraz to nowe normy, które strukturalizują zależności wewnętrzne oraz warunki normatywne sprawnego przebiegu procesu transformacji[64]. Stwarza to podstawy efektywnego procesowo wykorzystania zasobów, które w odniesieniu do wejść do układu względnie odosobnionego powinny być traktowane jako zasilenia energomaterialne, transformowane w sferze realnej na wiązki wyjścia z układu, i będące w efekcie transformacji zasileniem informacyjnym zarówno

[62] W. Flienger, *Podejście procesowe w modelowaniu informatycznych systemów ewidencji księgowej,* Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2010, s. 159-168.
[63] C. Skowronek, Z. Sarjusz-Wolski, *Logistyka w przedsiębiorstwie,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1999, s. 92.
[64] K. Ficoń, *Dwupoziomowy model cybernetyczny zarządzania przedsiębiorstwem,* Systemy Logistyczne Wojsk nr 44, 2016, s. 45

dla systemu przedsiębiorstwa, jak i dla otoczenia w określonym stopniu regulowanego przez jego działalność[65]. Schemat obiegu zasileń energomaterialnych oraz informacyjnych przedstawia rysunek 1.



Rysunek 1. Obieg energomaterii w systemie przedsiębiorstwa

Źródło: A. Letkiewicz, *Samoregulacja w symetryzacji systemów przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2011, s. 120.

Przedstawiony model transformacji zasileń przedsiębiorstw skłania do identyfikacji wiązek wejść w postaci energomaterii do systemu organizacji, zarówno w kontekście postrzegania jej jako kolektywu podsystemów ją tworzących, jak i w odniesieniu do poszczególnych z tych podsystemów, jako układów względnie odosobnionych. Strumień zasileniowy kształtowany jest przez ciągłe interakcje właściwych systemów jednostki gospodarczej z otoczeniem i przez specyficzny dla konkretnego podmiotu charakter oraz układ sprzężeń pomiędzy nimi. Wynika z tego, że endogennie ustalona hierarchia systemów, a co za tym idzie procesowo przez nie realizowanych celów, determinuje rodzaj, zakres oraz formę pożądanych zasileń energomaterialnych, których ewentualne odchylenie od rzeczywiście rejestrowanych wynika z zajmowanej przez przedsiębiorstwo pozycji w otoczeniu. Przyjmując, że dobór zasileń zasobowych ma odpowiadać osiąganiu właściwych dla konkretnego podmiotu celów, wśród których nadrzędną pozycję zajmuje przetrwanie oraz szeroko rozumiany rozwój, należy uznać, że zasoby traktowane powinny być jako czynniki pomnażania wartości gospodarczych[66]. W przedstawionym ujęciu należy odnosić je do procesu, w ramach którego wiązka wyjść z systemu ukształtowana w ramach uprzedniej transformacji posiada określoną wartość dodaną w stosunku do wiązek wejść, zarówno

[65] J. Penc, *Strategie zarządzania – perspektywiczne myślenie systemowe działanie,* Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 2002, s. 71
[66] A. Matysiak, *Własność i kapitał,* Studia Ekonomiczne Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach nr 260, 2016, s. 70-73

dla podmiotu gospodarującego, jak i rejestrującego efekty gospodarowania podmiotu otoczenia. Ze względu na niejednorodność realizowanych przez przedsiębiorstwa wiązek celów, a co za tym idzie wielotorowość gospodarowania i generowania wartości dodanej, zasoby wykorzystywane w działalności nie powinny być traktowany jako homogeniczne, podobnie, jak nie powinny być traktowane jako homogeniczne efekty ich transformacji w odniesieniu do płaszczyzny ekonomicznej oraz społecznej[67]. Przedstawione podejście wymaga wyszczególnienia właściwych rodzajów zasobów.

Podstawową klasyfikację stanowi podział zasobów ze względu na ich formę, tj. materialną oraz niematerialną[68]. Zasoby materialne zawierają w sobie wszystkie składniki posiadające postać fizyczną, niezależnie od stopnia ich płynności – od budynków, maszyn i nieruchomości, przez surowce i materiały, po pieniądz[69]. Wśród materii zasobowej wskazać należy także czynnik ludzki, gdyż posiada postać fizyczną, w przeciwieństwie do wiedzy przez niego wykorzystywanej. Wiedza, wraz z innymi wartościami informacyjnymi, co do zasady nie przyjmującymi wartości bilansowych, konstatuje grupę zasobów niematerialnych. Z tego powodu utożsamiane są one często z różnicą pomiędzy wartością aktywów, a rynkową wartością przedsiębiorstwa[70]. Zasoby niematerialne warunkuje szeroko rozumiana informacja, strukturalizująca m.in. wiedzę, kulturę oraz klimat organizacyjny, *know-how*, infrastrukturę, zdolności i umiejętności pracowników, etc.[71]. Przedstawiona typologia wymusza deskrypcję wymienionych rodzajów zasobów oraz odniesienie ich do właściwego miejsca zajmowanego przez poszczególne z nich w systemowo ujmowanej działalności przedsiębiorstw.

Zasoby ludzkie należy traktować jako siłę sprawczą wszystkich procesów zachodzących w przedsiębiorstwie, a co za tym idzie podstawę działania organizacji[72]. Utożsamiane z człowiekiem podejmującym na podstawie posiadanej wiedzy, doświadczenia, energii oraz umiejętności aktywność, determinują wykorzystanie pozostałych zasobów w sposób efektywny, przynoszący największe możliwe korzyści. Stanowią one także czynnik warunkujący zmienność organizacji w czasie, gdyż warianty decyzyjne wartościowane są przez decydentów, którzy następnie dokonują wyboru

[67] M. Weber, *Gospodarka i społeczeństwo,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2002, s. 65.
[68] B. Jamka, *Czynnik ludzki we współczesnym przedsiębiorstwie: zasób czy kapitał?* Oficyna a Wolters Kluwer Business, Warszawa 2011, s. 86.
[69] *Ekonomia od A do Z,* red. S. Sztaba, Wydawnictwo Akademickie i Profesjonalne, Warszawa 2007, s. 16.
[70] A. Podszywałow, *Wartości niematerialne i prawne* w: *Metody wyceny spółki.* Perspektywa klienta i inwestora, red. M. Panfil, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2009, s. 211-228.
[71] M. Bochenek, *The use of brand to build a competitive advantage of contemporary companies*, Ekonomia i prawo, red. B. Polaszkiewicz, J. Boehlke, vol. 13, No. 2/2014, s. 286.
[72] *Zachowania organizacyjne przedsiębiorstw,* op. cit., s. 78.

spośród nich[73]. Potencjał osadzony w członkach organizacji uwidacznia się w działaniu poszczególnych z nich, ale także w ramach grup społecznych i poprzez wywoływanie efektu synergii lub antagonizmu tych działań warunkuje sukces, bądź porażkę rynkową przedsiębiorstwa w długiej perspektywie czasowej. Traktując człowieka jako nośnik wiedzy, doświadczeń oraz umiejętności, a także, co istotne, jako ośrodek rejestracji i interpretacji zdarzeń gospodarczych, należy uznać, że stanowi on o inteligencji organizacji, gdyż uwzględniając dynamikę zmienności warunków funkcjonowania w otoczeniu implikuje stopień jej kreatywności oraz innowacyjności[74]. Zasób ludzki odnoszony powinien być także do zdolności kształtowania poprawnych relacji przedsiębiorstwa z otoczeniem, gdyż to one są gwarantem możliwości doboru właściwych wiązek energomaterialnych, jak i w obrębie własnych systemów bowiem jakość relacji wewnętrznych stanowi determinantę relacji zewnętrznych[75]. Należy więc stwierdzić, że czynnik ludzki odnosi się do przełożenia wiedzy oraz umiejętności na kompleksowe zarządzanie i nieustającą aktualizację procesów, struktur zasobowych, funkcjonalnych oraz relacyjnych, a także kluczowych kompetencji organizacyjnych, w taki sposób by utrzymać przedsiębiorstwo w stanie dynamicznej równowagi umożliwiającej realizację celów cząstkowych i strategicznych.

Drugim z zasobów o fundamentalnym znaczeniu w kontekście efektywnego i sprawnego gospodarowania przedsiębiorstw jest informacja[76]. Rozważania dotyczące informacji poczynione na gruncie ontologicznym doprowadzają do holistycznej syntezy, że w kontekście działalności podmiotów gospodarujących jest ona zarejestrowanym, przetworzonym oraz stanowiącym podstawę konkretnego działania zdarzeniem, mającym swoje miejsce w otoczeniu, bądź wnętrzu organizacji[77]. Powinna być traktowana jako kluczowy zasób przedsiębiorstwa, ponieważ jej aktualność oraz adekwatność stanowi fundament działań racjonalnych, czyli w omawianym wymiarze pozbawionych zakłóceń natury asymetrii informacyjnej. Przywołana asymetria prowadzi do zaburzeń homeostatycznych, ze względu na niezdolność przedsiębiorstwa do

[73] S. R. Domański, *Kapitał ludzki i wzrost gospodarczy,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1993, s. 19.
[74] L. Edvinsson, M. S. Malone, *Kapitał intelektualny (Poznaj prawdziwą wartość swego przedsiębiorstwa, odnajdując jego ukryte korzenie),* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2001, s. 17-34.
[75] J. M. Moczydłowska, A. Korombeł, A. Bitowska, *Relacje jako kapitał organizacji,* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2017, s. 28-35.
[76] R. Żelazny, *Gospodarka wiedzy i informacji*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2020, s. 14-20.
[77] E. Ziemba, M. Mnich, *Informacja i wiedza w przedsiębiorstwie* w: *Informatyka. Strategie i zarządzanie wiedzą, J. Oleński, Z. Olejniczak, J.S. Nowak*, Red. Katowice: Polskie Towarzystwo Informatyczne, 2005, s. 21-37.

właściwego odniesienia się do zmiennych warunków w środowisku wewnętrznym oraz zewnętrznym. Zaburzenia te uniemożliwiają nadanie działaniom cech postępowania ekonomicznego oraz efektywnego gospodarowania, co w konsekwencji implikuje niezdolność do przetrwania podmiotu w długim terminie[78]. Z przedstawionej bezwzględnej potrzeby organizacji do rejestracji, oceny oraz przełożenia informacji na własne działania wynika, ich normatywny charakter, ujawniający się w stanowieniu reguł, ram oraz potrzeb zasileniowych niezbędnych do utrzymania ciągłości aktywności gospodarczej[79]. Wskazana regulacja norm jest nieustającym procesem, rozciągającym się w *continuum* działalności organizacji gospodarczych, który wywoływany jest ciągłym zasilaniem informacyjnym. Informacja w przedstawionym kontekście jest dualna endogennie, a co za tym idzie posiada odmienny stopień formalizacji skodyfikowanej w wymiarze sprawozdawczym. W swojej istocie może przybierać postać uwidocznioną bądź nieuwidocznioną w bilansie przedsiębiorstwa[80]. Postać uwidoczniona to składniki majątku odnośnie do których podmiot gospodarczy posiada prawo własności o ujętej rachunkowo wartości tj. patenty, licencje, etc. Druga z kategorii jest niemożliwa do wyceny i z reguły nie posiada osadzonej w regulatorach prawnych ochrony[81]. Odnosi się ona przede wszystkim do umiejętności i kompetencji pracowników oraz efektów ich funkcjonowania w organizacji tj. kształtowanie kultury czy klimatu organizacyjnego, które w długim terminie noszą wysoki potencjał konkurencyjny, gdyż w swojej naturze są immanentną dla konkretnej jednostki organizacyjnej kombinacją elementów dającą dostęp do przyszłych korzyści ekonomicznych nieosiągalnych dla obserwujących zachowanie podmiotu konkurentów[82].

Trzecim z rodzajów zasobów, bezpośrednio uzależnionym od potencjału ludzkiego organizacji oraz zdolności wykorzystania szeroko rozumianej informacji, są zasoby rzeczowe. Stanowi je majątek fizyczny przedsiębiorstwa posiadający wartość bilansową, traktowany w wąskim ujęciu przez pryzmat działalności podstawowej, czyli

---

[78]T. Gruszecki, *Współczesne teorie przedsiębiorstwa,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2002, s. 227.

[79] A. Brzozowska, *Information management in dynamic business environment – a case study of fractal organisations*, Folia Oeconomica. Acta Universitatis Lodziensis nr 2 (367), 2024, s. 2-8.

[80] M. Romanowska, *Kształtowanie wartości firmy w oparciu o kapitał intelektualny* w: *System informacji strategicznej. Wywiad gospodarczy a konkurencyjność przedsiębiorstwa,* red. R. Borowiecki, M. Romanowska, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2001, s. 210.

[81] K. Materska, *Rozwój koncepcji informacji i wiedzy jako zasobu organizacji* w: *Od informacji naukowej do technologii społeczeństwa informacyjnego,* red. B. Sosinska-Kalata, M. Przastek-Samokowa, Stowarzyszenie Bibliotekarzy Polskich, Warszawa 2005, s. 199-206.

[82] Ch. Oppenheim, J. Stenson, *Studies on information as an asset,* Journal of Information Science vol. 29 (3), 2003, s. 159-166.

jako czynniki produkcji. Odnoszą się one do dwóch bezpośrednio ze sobą powiązanych, lecz obejmujących różne perspektywy czasowe wykorzystania w działalności, elementów. Pierwszym z nich jest majątek trwały, który stanowi fundament realizacji strategii przedsiębiorstwa, gdyż umożliwia efektywną i innowacyjną działalność, a co za tym idzie uzyskiwanie przewagi konkurencyjnej w długim terminie[83]. W swojej istocie jest zróżnicowany, a jego akumulacja to czasochłonny proces, którego rozciągnięcie w czasie determinowane jest przez trudności doboru poszczególnych jego elementów w taki sposób by były kompatybilne względem siebie, generowały pożądane korzyści, przede wszystkim w wymiarze efektywnościowym, oraz by ich kapitałochłonność nie powodowała pogorszenia sytuacji finansowej przedsiębiorstwa[84]. Jego dyferencja odnosi się m.in. do formy własności, sposobu pozyskania, okresu użytkowania, kompletności i zdatności do użytku, wartości czy potencjału wykorzystania zgodnie z bieżącym i rozwojowymi potrzebami jednostki gospodarczej[85]. Wobec tego zasoby rzeczowe w ujęciu środków trwałych są funkcjonalnie, finansowo oraz technologicznie zdeterminowanym nośnikiem procesów rozwojowych oraz wytwórczych przedsiębiorstwa[86]. We wskazanym procesie wytwórczym wykorzystywane są aktywa obrotowe, które stanowią drugą ze składowych energomaterii w ujęciu rzeczowym i które odnoszą się do krótkiego terminu wykorzystania w działalności, czyli transformacji z wiązki wejść do systemu w wiązki wyjść w okresie poniżej 12 miesięcy. Ich krótkoterminowa przydatność w procesie gospodarowania wynika z dążenia do przekształcania zapasów jednostki gospodarującej, w postaci materiałów, towarów czy wyrobów gotowych, w pieniądz na skutek wymiany towarowo-pieniężnej, w której przekształcone w produkt gotowy, jako wiązka wyjścia z systemu, są wymieniane na pieniądz, stanowiący powtórną ścieżkę wejścia do systemu, jako przychód, czy szerzej – wpływ[87].

Zasoby rzeczowe wymagają odpowiedniego finansowania, co w myśl symetryzacji warunkuje zasilenia kapitałowe przedsiębiorstwa w ujęciu *stricte*

[83] K. Cezary, *Ocena gospodarowania środkami trwałymi w przedsiębiorstwie produkcyjnym,* Zeszyty Naukowe Ostrołęckiego Towarzystwa Naukowego vol. 24, 2010, s. 186.
[84] W. Janasz, *Zarządzanie kapitałem trwałym przedsiębiorstwa w gospodarce rynkowej,* Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 1993, s. 98.
[85] K. Janasz, W. Janasz, J. Wiśniewska, *Zarządzanie kapitałem przedsiębiorstwa,* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2007, s. 80-81.
[86] K. Janasz, *Kapitał jako podstawa rozwoju przedsiębiorstwa*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania vol. 1, Szczecin 2008, s. 70.
[87] G. Sobczyk, R. Mącik, *Ekonomika majątku obrotowego* w: *Ekonomika małych i średnich przedsiębiorstw,* red. R. Sobczyk, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2004, s. 114.

księgowym. Odnoszą się one do ogółu środków pieniężnych pochodzących z różnych źródeł wykorzystywanych w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa. Jednakże wskazać należy, że kapitał rozpatrywany w kategorii zasobu odnosi się do sposobu jego użycia przez jednostkę gospodarczą, niezależne od przyjętych zasad ewidencji, i który to sposób ma skutkować generowaniem wartości dodanej[88]. W takim ujęciu traktowanie kapitału wyłącznie jako pasywów przedsiębiorstwa byłoby podejściem zbyt wąskim, nie uznającym wagi aspektu przepływu pieniężnego, a co za tym idzie nie odnoszącym go do wzrostu wartości przedsiębiorstwa w czasie. Uwzględnienie obok wymiaru rachunkowego wymiaru finansowego determinuje zasadność stwierdzenia, że poprzez zaangażowanie go w odpowiednie składniki majątkowe przedsiębiorstwo zdolne jest do realizacji wiązek celów zarówno w wymiarze cząstkowym, jak i podstawowym oraz inaczej – w wymiarze operacyjnym oraz strategicznym[89]. Zestawienie kapitału pieniężnego z długofalowymi skutkami jego wykorzystania, przy uwzględnieniu zależności stanowiącej, że przedsiębiorstwo by przetrwać w długiej perspektywie musi, w szerokim znaczeniu, rozwijać się, konstatuje zależność pomiędzy zastosowaniem pieniądza przez jednostkę gospodarczą a jej rozwojem[90]. Zestawienie z prezentowanym ciągiem logicznym wymiaru przepływu pieniężnego, traktującego o konwersji środków finansowych na właściwe aktywa, strukturalizuje tezę, że kapitał pieniężny stanowi fundament rozwoju przedsiębiorstwa poprzez ulokowanie we właściwych środkach trwałych. Wobec tego słusznym wydaje się szczegółowe rozważenie roli kapitału pieniężnego w kontekście przywołanego wymiaru działalności rozwojowej.

1.3. Finansowanie inwestycji przedsiębiorstw

Lokowanie środków pieniężnych w aktywach trwałych mających stanowić fundament przyszłych korzyści w postaci zysków określane jest mianem inwestycji. W szerokim ujęciu inwestycje traktować należy jako ogół nakładów pieniężnych, które zamiast zostać skonsumowane przeznaczone zostały na wzrost wolumenu produkcji oraz usług poprzez reprodukcję poszczególnych zasobów[91]. Rozpatrywane z perspektywy

[88] J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura,* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008, s. 11-12.
[89] J. Iwin-Grzywańska, *Kapitał – kategoria finansowa* w: *Finanse przedsiębiorstwa,* red. P. Karpuś, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2006, s. 273-276.
[90] J. Czyżowska, *Wybrane aspekty zarządzania ryzykiem w działalności inwestycyjnej przedsiębiorstwa* w: *Przedsiębiorstwo & finanse,* Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania kwartalnik 1(12), 2016, s. 19-27.
[91] K. Dziworska, *Decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk

działalności rozwojowej podmiotu gospodarczego, inwestycje stanowią przyrost bądź odtworzenie aktywów zgodne z założeniami strategicznymi opierającymi się na dążeniu do kreacji wartości dodanej przedsiębiorstwa na skutek realizowanych celów długookresowych[92]. W związku z faktem, że inwestycje odnoszą się do składników majątkowych mających być wykorzystywanymi w działalności podmiotu przez okres dłuższy niż 12 miesięcy należy stwierdzić, że oznaczają one alokację, celowe zużycie kapitału pieniężnego na poczet nabycia przez przedsiębiorstwo praw do wykorzystania maszyn i obiektów, a także modernizacji majątku, pozyskania aktywów finansowych o długim terminie zapadalności oraz wartości niematerialnych i prawnych, których implementacja w procesach gospodarowania umożliwiać ma generowanie zysku poprzez odzyskanie zainwestowanych środków pieniężnych oraz wytworzenie nadwyżki finansowej w postaci oczekiwanej stopy zwrotu[93]. Zarysowuje to uproszczony schemat działalności inwestycyjnej, zgodnie z którym kapitał pieniężny ulokowany w przedsiębiorstwie przez jego właścicieli oraz wierzycieli zostaje przeznaczony przez właściwych decydentów na realizację wskazanej wiązki celów za pomocą wdrożonego w działalność majątku trwałego.

Pomimo, że schemat przebiegu procesu inwestycyjnego jest koncepcyjnie stały i odnosi się do różnych faz rozwoju organizacji, rodzaje inwestycji realizowane przez podmiot nie są jednorodne. Ich forma uzależniona jest od szeregu czynników o charakterze egzo- i endogennym, wśród których należy wymienić między innymi stan koniunktury, presję konkurencji, stabilność społeczno-gospodarczą czy stopień wykorzystania wewnętrznych zdolności wytwórczych, zużycia składników majątku oraz etapu cyklu życia organizacji[94]. W zależności od konfiguracji wymienionych czynników przedsiębiorstwa mogą realizować następujące rodzaje inwestycji[95]:

- inwestycje założycielskie,
- inwestycje rozwojowe,
- inwestycje modernizacyjne,

2000, s. 9-22.

[92] P. Filip, *Działalność Inwestycyjna w procesach rozwojowych przedsiębiorstw,* Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 540, Szczecin 2009, s. 288-289

[93] A. Michalak, *Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2007, s. 20-21.

[94] A. Kasprzyk-Czelej, *Determinanty inwestycji przedsiębiorstw,* Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia nr 2, Lublin 2013, s. 87-88.

[95] J. Różański, *Inwestycje rzeczowe w procesach rozwojowych przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006, s. 39-48.

- inwestycje odtworzeniowe.

Inwestycje założycielskie odnoszą się do nabycia aktywów umożliwiających powstanie podmiotu gospodarczego lub nowego zakładu już funkcjonującej jednostki. Inwestycje rozwojowe wynikają z ekspansji przedsiębiorstwa oraz wymogów rynkowych wymuszających zwiększenie zakresu jego działalności. Modernizacja parku maszynowego spowodowana jest zużyciem składników majątku oraz koniecznością uzupełnienia go o brakujące ogniwa, które umożliwiać mają poprawę efektywności i sprostanie wymogom popytowym. Zużyte składniki majątku mogą także zostać zastąpione nowymi odpowiadającymi charakterystyką poprzednim. Taki rodzaj inwestycji określany jest inwestycją odtworzeniową, bowiem ze względu na specyfikę działalności oraz dopasowanie i cenność konkretnego aktywa odpowiada ono potrzebom prowadzonej działalności[96].

Choć poszczególne rodzaje inwestycji różnią się specyfiką oraz momentem ich realizacji w *continuum* działalności przedsiębiorstwa posiadają one wspólne cechy. Obok obligatoryjności przebiegu lokowania środków pieniężnych we właściwe aktywa w celu rozwoju jednostki oraz strategicznej perspektywie realizacji procesu inwestycyjnego należy wskazać ryzyko jako element towarzyszący każdemu procesowi inwestycyjnemu. Inwestycje w swojej istocie posiadają charakter prospektywny. Implikuje to konsekwencje w postaci potencjalnych odchyleń od antycypowanego przebiegu przyszłych zdarzeń[97]. Ryzyko inwestycyjne odnosi się do prawdopodobieństwa zaistnienia zagrożeń znajdujących swoje źródło zarówno w niesprawnościach wewnętrznych systemu, jak i turbulencji otoczenia oddziałującego na podmiot. W przedstawionym wymiarze ryzyko to wszystkie obiektywnie możliwe zdarzenia gospodarcze, posiadające kwantyfikowalny wpływ na działalność organizacji. Identyfikacja oraz pomiar ryzyka w zestawieniu z możliwościami jego minimalizacji, uniknięcia, bądź zapobiegania stanowi jedną z determinant wyboru wariantu decyzyjnego w zakresie realizacji procesu inwestycyjnego, a co z tego wynika - wyboru sposobu jego finansowania[98].

Wskazana wymagalność doboru sposobu finansowania implikuje konieczność

[96] R. Mandziuk, P. Nawra, J. Ossowska, *Inwestycje rzeczowe przedsiębiorstw,* Finanse, Rynki Finansowe Ubezpieczenia nr 1 (79), 2016, s. 545-553.
[97] S. Nahotko, *Ryzyko ekonomiczne w działalności gospodarczej,* Oficyna Wydawnicza Ośrodka Postępu Organizacyjnego, Bydgoszcz 2001, s. 40-50.
[98] J. Czyżowska, *Wybrane aspekty zarządzania ryzykiem w działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw,* Przedsiębiorstwo & Finanse kwartalnik nr 1 (12), 2016, s. 19-27.

pozyskania określonego poziomu środków pieniężnych niezbędnych do realizacji przedsięwzięcia, co stanowi kolejną z immanentnych cech procesu inwestycyjnego. Zasoby finansowe skonwertowane w aktywa będące przedmiotem inwestycji określane są mianem kapitału zainwestowanego. Składają się na nie zobowiązania podmiotu wraz z płaconymi odsetkami oraz kapitał własny, natomiast proporcja pomiędzy nimi tworzy strukturę kapitału pieniężnego[99]. Wskazana proporcja determinowana jest przede wszystkim przez ogólną sytuację społeczno-gospodarczą oraz formuły regulatora legislacyjnego w zakresie obciążeń podatkowych, stopień ryzyka towarzyszącego przedsięwzięciu inwestycyjnemu, wielkość i formę organizacyjno-prawną podmiotu, jego sytuację finansową, a także zdolności optymalizacyjne w zakresie efektywności kosztowej oraz rentowności kapitału mającego zostać wykorzystanym do finansowania projektu[100]. Obok wymienionych kluczowymi dla kształtowania struktury zasileń kapitałowych działalności rozwojowej są preferencje decydentów co do nadania priorytetu jej finansowania poprzez wykorzystanie nieryzykowanych kapitałów wewnętrznych *a contrario* do sytuacji, gdy skłonni są oni pozyskać w celu dalszej alokacji w środkach trwałych tańsze, z uwagi na efekt tarczy podatkowej i mechanizm dźwigni finansowej, lecz zwrotne kapitały obce[101]. Istotnym jest także stopień dojrzałości funkcjonalnej jednostki, bowiem od niego uzależniona jest forma, zakres oraz charakter jej zaangażowania w procesy gospodarcze, w tym w procesy inwestycyjne, oraz umożliwiające ich zaistnienie, dostępne dla podmiotu rodzaje zewnętrznych instrumentów finansowania[102]. Dobór generatorów zasileń finansowych stymulujących i umożliwiających działalność inwestycyjną powinien więc być oparty o dążenie do osiągnięcia największych możliwych korzyści efektywnościowych w rozpoznanych, bieżących oraz antycypowanych, przyszłych warunkach gospodarowania, przy uwzględnieniu zmian oczekiwań interesariuszy wewnętrznych w postaci m.in. akcjonariuszy/udziałowców, jak i interesariuszy znajdujących granicami instytucjonalnymi organizacji w rozumieniu m.in. potencjalnych inwestorów/dawców kapitału, oraz ryzyka materializacji planowanych przedsięwzięć[103]. Mając powyższe na

[99]A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa – Strategie i instrumenty,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2011, s. 50.
[100] L. Czerwonka, J. Jaworski, *Determinanty struktury kapitału przedsiębiorstw. Przegląd literatury,* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 479, Wrocław 2017, s. 94-97.
[101] A. Brealey, S. Myers, *Podstawy finansów przedsiębiorstw,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2007, s. 694
[102] K. Janasz, *Determinanty struktury kapitału w przedsiębiorstwie,* Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 21, 2011, s. 103-116.
[103] A. Michalak, I. Jonek-Kowalska, *Finansowanie inwestycji rozwojowych w górnictwie węgla*

uwadze słuszną wydaje się być klasyfikacja źródeł finansowania inwestycji.

Podstawowy, najbardziej ogólny podział źródeł finansowania wynika z autonomii przedsiębiorstwa, ujawniającej się przez wyodrębnienie prawne, techniczno-organizacyjne oraz ekonomiczne. Wskazana autonomia determinuje podział na *universum* systemowe jednostki i jej otoczenie, tym samym wyznaczając rozróżnienie pomiędzy własnymi i obcymi źródłami finansowania, z których pochodzą odpowiednio kapitał własny oraz kapitał obcy[104]. Źródła finansowania działalności są pojęciem szerszym od źródeł pochodzenia kapitału, a źródła kapitału zawsze zawierać się będą w zbiorze źródeł finansowania. Odwrotne podejście do omawianej problematyki byłoby podejściem błędnym, bowiem istnieją źródła finansowania tj. leasing, które nie mają charakteru kapitałowego, lecz opierają się wyłącznie o kategorię przepływu pieniężnego[105]. Niemniej niezależnie od przyjętego sposobu finansowania działalność inwestycyjna skutkuje dodatnią zmianą wartości pozycji aktywów, a jako że zmiana *in plus* jest przedmiotem zaangażowania dodatkowych środków pieniężnych, konieczna jest także zmiana *in plus* pozycji pasywów, na które składają się zobowiązania o różnym terminie wymagalności spłaty oraz kapitał własny[106]. W związku z posiadaniem przez finansowanie charakteru przepływu pieniężnego środki pieniężne wydatkowane w ramach działalności inwestycyjnej ujawniane są w sprawozdaniu finansowym w sekcji rachunku przepływów pieniężnych, natomiast źródła finansowania tej działalności, tak wewnętrzne, jak i zewnętrzne, przedstawione zostają po pasywnej stronie bilansu podmiotu[107].

Finansowanie własne odnosi się do środków pieniężnych będących w posiadaniu jednostki, które nie stanowią długu wobec podmiotów zewnętrznych oraz które to środki zostały wniesione, bądź wygenerowane w procesach gospodarowania jednostki, by następnie decyzją zarządzających nie podlegać wypłacie, lecz reinwestycji[108]. Przedstawiona charakterystyka finansowania własnego implikuje jego podział na

kamiennego a wartość przedsiębiorstw górniczych, Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2011, s. 20-21.

[104] E. Hościłowicz, P. K. Hościłowiecz, *Źródła pozyskania kapitału w przedsiębiorstwie,* Przedsiębiorstwo & Finanse vol. 4, 2019, s. 17-42.

[105] A. Motylska-Kuźma, *Zarządzanie finansami organizacji z wykorzystaniem alternatywnych źródeł finansowania: rynek-ryzyko-procedury,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2019, s. 28.

[106] A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 22-23.

[107] A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2001, s. 13.

[108] W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami firmy,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2005, s. 383.

finansowanie własne wewnętrzne oraz finansowanie własne zewnętrzne, bowiem analizie w kontekście własnych źródeł finansowania powinny być poddane zarówno kapitały wypracowane, jak i kapitały ulokowane w podmiocie przez inwestorów[109].

Wewnętrzne źródła kapitału własnego stanowią finansowy fundament inwestycji, ponieważ ich pochodzenie opiera się przede wszystkim o sprawność funkcjonalną podstawowej działalności podmiotu, której efektem powinien być wypracowany i w określonym stopniu zatrzymany w jednostce zysk[110]. Finansowanie własne wewnętrzne jest podwaliną suwerenności jednostki w wymiarze prawnym oraz ekonomicznym, a także warunkuje jej swobodę decyzyjną i stabilizację finansową[111]. Wskazana stabilizacja wynika z długiego terminu zaangażowania kapitału własnego wewnętrznego w procesy gospodarcze oraz zapewnia utrzymanie zdolności regulowania zobowiązań o krótkim terminie wymagalności spłaty, względnie niezależnie od zewnętrznych bodźców odnoszonych zarówno do sfery finansowej, jak i pozostałych sfer funkcjonowania organizacji. Odpowiedni poziom finansowania własnego wewnętrznego gwarantuje zachowanie ciągłości realizacji celów i *continuum* działalności względnie niezależnie od zmienności otoczenia, a także stanowi o wiarygodności podmiotu względem zewnętrznych wierzycieli kapitału – zarówno w postaci kapitału własnego zewnętrznego, jak i kapitału obcego. Kapitał własny pochodzący z wnętrza podmiotu traktowany powinien być jako samofinansowanie działalności, także w wymiarze inwestycyjnym[112]. Na samofinansowanie, obok środków wypracowanych w ramach działalności operacyjnej stanowiących zysk zatrzymany z lat ubiegłych składają się środki pieniężne pochodzące z amortyzacji majątku trwałego oraz kapitał pieniężny wygenerowany ze sprzedaży majątku nieadekwatnego względem potrzeb operacyjnych, bądź zdezaktualizowanego w ramach innych procesów rozwojowych. Wszystkie trzy wymienione stanowią o nadwyżce finansowej, która zgodnie z teorią hierarchii metod finansowania strukturalizuje rdzeń źródeł finansowania działalności inwestycyjnej[113]. Powodem jej nadrzędności jest pozostawanie bezterminowo w dyspozycji jednostki przy

[109] D. Czerwińska-Kayezer, *Alternatywne źródła finansowania długoterminowego w małych i średnich przedsiębiorstwach,* Roczniki Akademii Rolniczej w Poznaniu, Ekonomia 5, 2006, s. 66.
[110] B. Piasecki, *Ekonomika i zarządzanie małą firmą,* Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s.74 - 76.
[111] J. Bednarz, E. Gostomski, *Finansowanie działalności gospodarczej,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2006, s. 39.
[112] A. Agata, *Źródła finansowania spółek publicznych w Polsce* w: *Źródła finansowania działalności rozwojowej przedsiębiorstw w Polsce,* red. J. Grzywacz, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005, s. 16.
[113] S. Frydenberg, *Capital Structure Theories and Empirical Tests. An Overview* w: *Capital Structure and Corporate Financing Decisions,* red. H. K. Baker, G.S. Marin, John Wiley & Sons 2011, s. 129-148.

jednoczesnym braku generowania kosztów finansowych w postaci odsetek.

Finansowanie działalności rozwojowej kapitałem własnym pochodzącym z zewnątrz jednostki gospodarczej odnosi się do jej funkcjonowania na rynku finansowym bądź kapitałowym i związane jest z ingerencją w strukturę właścicielską[114]. W sytuacji niedoboru środków pieniężnych pochodzących z wewnętrznych generatorów oraz przy dążeniu do optymalizacji struktury finansowania, przedsiębiorstwo może pozyskać kapitał od inwestorów zewnętrznych. Zakres prerogatyw przysługujących inwestorom uzależniony jest od formy organizacyjno-prawnej przedsiębiorstwa, w którym lokują środki, jednakże jako podstawowe należy wskazać przysługujące im prawa w zakresie wymiernego wpływu na proces decyzyjny zachodzący w strukturach jednostki, udziału w wartości likwidacyjnej w przypadku zakończenia działalności oraz do własności przedsiębiorstwa, które umożliwia udział w podziale przyszłych zysków[115]. Zewnętrzne źródła pochodzenia kapitału przeznaczonego na finansowanie inwestycji czy *sensu largo* działalności podmiotu, są zróżnicowane w swojej formie oraz funkcjonalnym zakresie. Dostęp do zewnętrznych źródeł kapitału własnego determinowany jest przez wielkość przedsiębiorstwa oraz jego formę prawną, gdyż nie wszystkie podmioty mogą funkcjonować w obrocie udziałami na rynku regulowanym w ramach giełdy. Wśród najczęściej wykorzystywanych instrumentów zewnętrznych podwyższania kapitału własnego, obok dopłat właścicieli, należy wskazać papiery dłużne w postaci akcji i obligacji, oraz tzw. *Private Equity (PE)*[116]. Charakterystyka akcji i obligacji jest zbliżona, ponieważ mechanizm ich funkcjonowania opiera się na nadaniu nabywcy uprawnień do udziału w zyskach podmiotu gospodarczego w zamian za powierzony przez zakup akcji, bądź obligacji kapitał pieniężny. Różnicę pomiędzy wymienionymi stanowi obowiązek emitenta obligacji do ich wykupu od nabywcy w określonym terminie. Akcje z kolei są bardziej zróżnicowane pod względem formy, gdyż mogą być wystawiane imiennie lub na okaziciela, mogą być przedmiotem obrotu na rynku pierwotnym, jak i wtórnym, a także mogą posiadać charakter uprzywilejowany, przyznający ich właścicielowi uprawnienia decydenta np. w zakresie podziału majątku jednostki czy wypłaty dywidendy[117]. *Private Equity (PE)* jest natomiast instrumentem finansowania,

[114] W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki,* Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 18-21.
[115] K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje Private Equity/Venture Capital,* Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2004, s. 13.
[116] *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura,* op. cit., s. 16-22.
[117] W. Bień, *Rynek papierów wartościowych wyd. 7.* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2008, s. 128.

który dotyczy przedsięwzięć rozwojowych, często innowacyjnych, o wysokim ryzyku powodzenia. Finansowanie za pomocą *PE* jest sposobem pozyskania kapitału mającego gwarantować szybkie podniesienie wartości przedsiębiorstwa oraz dostarczanie długofalowych korzyści z tytułu jego działalności opartej o przedmiot inwestycji. W ramach *PE* inwestorzy nabywają znaczną część udziałów, wnosząc tym samym do przedsiębiorstwa wymagany kapitał i oczekując w zamian wysokiej stopy zwrotu z realizowanej inwestycji. Z reguły *PE* stosowany jest w początkowych fazach funkcjonowania podmiotów, między innymi w fazie wzrostu, gdy wprowadzenie nowego produktu jest najbardziej kapitałochłonne. Z tego tytułu *Private Equity* najczęściej odnosi się do sektora małych i średnich przedsiębiorstw, którego członkowie nie mogą jeszcze funkcjonować na rynku regulowanym rynku giełdowym, ani na regulowanym rynku pozagiełdowym[118]. *Private Equity*, poprzez ingerencję w strukturę właścicielską w przebiegu powierzenia kapitału na projekty inwestycyjne o wysokim ryzyku powodzenia, zbliżony jest do finansowania *mezzanine*. Jednakże finansowanie typu *mezzanine* nie może zostać zakwalifikowane do własnych źródeł finansowania bowiem łączy w sobie cechy finansowania własnego oraz obcego[119].

Finansowanie *mezzanine* jest finansowaniem hybrydowym, stanowiącym pomost pomiędzy finansowaniem własnym i finansowaniem obcym. W swojej istocie jest złożonym generatorem zasileń kapitałowych projektów inwestycyjnych, gdyż w zależności od zastosowanych instrumentów finansowych może znaleźć się w strukturze kapitałowej projektu bliżej charakterystyki kapitału własnego (*equity mezzanine)*, bądź bliżej charakterystyki kapitału obcego (*debt mezzanine)*[120]. Do instrumentów *equity mezzanine* można zaliczyć między innymi akcje uprzywilejowane, obligacje z warrantem, obligacje zamienne na akcje czy papiery wartościowe nadające prawo do zysków. Z kolei *debt mezzanine* odnosi się do instrumentów o nacechowaniu dłużnym, takich jak pożyczek podporządkowanych czy pożyczek niezabezpieczonych[121]. W szerokim ujęciu finansowanie hybrydowe identyfikowane powinno być jako instrumenty, które z jednej strony będą nacechowane prawem głosu w podmiocie, w którym ulokowany zostaje kapitał, z drugiej jako w kapitał w pełni zabezpieczony, tzn.

[118] C. Christofidis, O. Debande, *Financing innovating firms through venture capital,* European Investment Bank, Luksemburg 2001, s. 6-7.
[119] A. D. Robinson, I. Fert, M. A. Brod, *Mezzanine finance: Overview, Practical Law Company 2011, s. 1.*
[120] C. Silbernagel, D. Vaitkunas, *Mezzanine financing,* Bond Capital, 2012, s. 1-8.
[121] L. Vasilescu-Giurca, *Mezzanine debt: benefits or drawbacks for firm's financing?,* Revista Tinerilor Economisti, 2009, s. 14-21.

jego spłata będzie posiadała pierwszeństwo w procesie likwidacyjnym[122]. W wąskim ujęciu kapitał *mezzanine* odnosi się wyłącznie do pożyczki podporządkowanej, która jest instrumentem bardziej elastycznym, niż np. akcje uprzywilejowane, gdyż jej warunki mogą zaspokajać potrzeby zarówno wierzycieli, jak i biorców kapitału. Dodatkowo, w wąskim ujęciu, kapitał hybrydowy nadaje znacznie większe uprawnienia decyzyjne wierzycielowi, także w zakresie sposobu realizacji projektu inwestycyjnego, co umożliwia wpływ na stopę zwrotu z kapitału powierzonego jednostce gospodarczej[123].

Kapitał własny, rozpatrywany zarówno w kategorii kapitału pochodzącego z wnętrza oraz z zewnątrz jednostki gospodarującej, oraz kapitał typu *mezzanine* posiadają pewien stopień ograniczoności, determinowany przez sprawność funkcjonalną działalności operacyjnej, ujawniającą się w poziomie generowanych przychodów ze sprzedaży, oraz przez potencjał inwestycyjny, który wierzyciele kapitału własnego zewnętrznego, ale i hybrydowego, dostrzegają w podmiocie[124]. Z tego tytułu w strukturze finansowania uwzględniane są obce źródła finansowania. Rozpatrywane w klasycznym ujęciu oparte są o mechanizm powierzenia przez wierzycieli zewnętrznych oprocentowanego kapitału na określony czas, po którym musi zostać im on zwrócony. Ze względu na różne terminy jego spłaty, przedsiębiorstwo posiada możliwość rotacji zobowiązań, przez co uregulowany dług może zostać zastąpiony nowymi kredytami, pożyczkami, etc. W efekcie pozwala to dostosować wielkość zadłużenia do wymogów działalności rozwojowej, co determinuje elastyczność jako cechę finansowania pochodzącego z obcych źródeł[125].

Obok wykazanej terminowości spłaty należy wskazać dwa dodatkowe immanentne przymioty kapitału obcego. Pierwszy z nich traktuje o celowości przeznaczenia określonej puli środków pieniężnych, a co z tego wynika pozbawienia decydentów podmiotu gospodarczego pewnego stopnia swobody decyzyjnej w zakresie ich wykorzystania w ramach działalności podmiotu. Drugi odnosi się do kosztu kapitału rozumianego jako odsetki ustalone na podstawie oprocentowania powierzonych środków pieniężnych, które biorca jest winien zapłacić wierzycielowi przy zwrocie kapitału obcego[126]. Z jednej strony obowiązek spłaty rat kapitałowych wraz z częścią odsetkową

[122] *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura,* op. cit. 43-45.
[123] J. Więcławski, *Wykorzystanie mezzanine capital do pokonywania luki kapitałowej,* Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 1109, 2006, s. 683-693.
[124] *Źródła pozyskania kapitału w przedsiębiorstwie,* op. cit., s. 26.
[125] *Finansowania przedsiębiorstwa – strategie i instrumenty,* op. cit., s. 88.
[126] T. Łuczka, *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie – wybrane aspekty mikro- i makroekonomiczne,* Wydawnictwo naukowe PWN, Warszawa – Poznań 2001, s. 38-40.

w określonym terminie powoduje obciążenia przepływów pieniężnych podmiotu, co w konsekwencji powoduje ryzyko utraty płynności, a dalej bankructwa. Z drugiej strony wykorzystanie zobowiązań w strukturze finansowania stanowi fundament jej optymalizacji w oparciu o kryterium rentowności oraz efektywności kosztowej kapitału[127]. Przedstawiony kontrast skłania ku bardziej szczegółowemu omówieniu przedstawionych endogennych czynników determinujących poziom udziału długu w strukturze kapitału zainwestowanego. Natomiast analizę porównawczą poszczególnych rodzajów finansowania, tj. własnego, hybrydowego i obcego przedstawia tabela 1.

Kryterium	Finansowanie własne	Finansowanie hybrydowe (Mezzanine)	Finansowanie obce
Klasyfikacja pod względem prawnym	Kapitał własny	Kapitał własny / Kapitał obcy	Kapitał obcy
Kryterium ekonomiczne	Kapitał własny	Kapitał własny / Kapitał obcy	Kapitał obcy
Zabezpieczenie	Niezabezpieczony	Zabezpieczony lub Niezabezpieczony	Co do zasady zabezpieczony
Udział we wzroście wartości przedsiębiorstwa	Tak	Tak	Nie
Wpływ na proces decyzyjny	Tak	Możliwe prawo do kontroli i ograniczone prawo głosu	Co do zasady nie, ale możliwe są zapisy w umowach nadające prawa decyzyjne wierzycielom
Ograniczenie czasowe wykorzystania	Nie	Terminowy (z reguły między 5 a 10 lat)	Terminowy
Cel	Dowolny	Dowolny lub określony	Określony
Obciążenie płynności bieżącej	Brak stałego obciążenia; zależy od sytuacji finansowej podmiotu	Wysoce elastyczny, możliwa duża swoboda kształtowania warunków spłaty wraz z odsetkami	Stałe obciążenie przepływów pieniężnych podmiotu
Stopień ryzyka wykorzystania	Niskie ryzyko	Umiarkowane ryzyko	Wysokie ryzyko

Tabela 1. Analiza porównawcza finansowania własnego, hybrydowego oraz obcego

Źródło: J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura,* Szkoła Główna Handlowa Warszawie, Ekonomiczne, Warszawa 2008, s. 50.

Jako podstawową endogenną destymulantę wykorzystania obcych źródeł finansowania w konstrukcie struktury kapitału zainwestowanego należy wskazać ryzyko angażowania środków pieniężnych obcego pochodzenia oraz towarzyszące mu wymierne koszty trudności finansowych[128]. Wskazane ryzyko, obok aspektu *stricte* finansowego,

[127] J. Jaworski, L. Czerwonka, *Struktura kapitału przedsiębiorstw w Polsce,* Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2022, s. 34-40.
[128] J. Błach, *Teoria struktury kapitału,* Finanse: Czasopismo Nauk o Finansach PAN nr 1 (1), 2009, s. 87-106.

odnosi się także do wymiaru operacyjnego bowiem to sprawność działalności podstawowej warunkuje zdolność do regulowania zobowiązań zarówno bieżących, jak i długoterminowych angażowanych w działalność rozwojową, wraz z obsługą ich oprocentowania. W przypadku niesprawności funkcjonalnej działalności operacyjnej, stałe ujemne przepływy pieniężne z tytułu działalności finansowej mogą prowadzić do pomniejszania rezerw pieniężnych, a w konsekwencji utraty płynności finansowej, co w długim terminie może skutkować bankructwem podmiotu. Nadmiarowe, ujemne przepływy pieniężne są też potencjalną przyczyną niedoinwestowania konkretnego projektu rozwojowego. Wynika ono z nadania priorytetu regulacji długu, przez co ograniczone ma zostać ryzyko niewypłacalności. Odbywa się to przez redukcję wydatków niezwiązanych z dotychczas posiadanym zadłużeniem oraz ogólną redukcją udziału zobowiązań w pasywnej części bilansu inwestycji. W takim ujęciu niedoinwestowanie projektu, który w wyniku realizacji mógłby podwyższyć wartość przedsiębiorstwa, tym samym poprawiając jego *standing* finansowy, jest niejako wypadkową bieżących trudności finansowych oraz awersji do strat potencjalnie powodowanych obciążeniami generowanymi przez kolejne źródła finansowania obcego[129]. Nieangażowanie dodatkowych zobowiązań w finansowanie projektów inwestycyjnych wynika także z dążenia decydentów podmiotu gospodarczego do zachowania niepogarszającego się bieżącego *rating-u* kredytowego. Posiadanie nie w pełni wykorzystanych linii kredytowych umożliwia jednostce pozostanie elastyczną w zakresie możliwości pozyskania finansowania bez nadmiarowego wzrostu kosztu kapitału w sytuacji nadzwyczajnego zapotrzebowania na środki pieniężne[130]. *A contrario*, posiadanie niewykorzystanych możliwości angażowania kapitału obcego uniemożliwia optymalizację struktury finansowania inwestycji, która oparta jest o minimalizowany średnioważony koszt zainwestowanego kapitału (*WACC*) oraz rosnące korzyści podatkowe, przy uwzględnieniu m.in. efektu dźwigni finansowej (*financial leverage*) podnoszącego wartość wskaźnika rentowności kapitału własnego (*ROE)*. Co wynika z powyższego, wykorzystanie we właściwych proporcjach, maksymalizujących rentowność oraz optymalizujących efektywność kosztową kapitału, zdywersyfikowanych źródeł finansowania stanowi podwalinę wzrostu wartości przedsiębiorstwa

[129] P. Pońsko, *Konsumpcja, spowolnienie gospodarcze i awersja do strat,* Bank i kredyt nr 41 (2), 2010, s. 76-82.
[130] D. Dziawgo, *Credit-rating,* na międzynarodowym rynku finansowym, *Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne,* Warszawa 2010, s. 68-79.

w perspektywie strategicznej. Ponadto efektywna i adekwatna względem wyznaczonych celów długookresowych działalność inwestycyjna określa sprawność funkcjonalną działalności podstawowej wykorzystującej do generowania korzyści finansowych składniki majątku dostarczone w ramach procesu inwestycyjnego. Traktując więc inwestycje jako proces zachodzący w strukturach podmiotów gospodarujących oraz mając na uwadze konieczność zarówno zarządzania ryzykiem im towarzyszącym, jak i właściwą strukturalizację ich finansowania, słuszne wydaje się rozważenie uwarunkowań dynamicznej homeostazy systemu ekonomiczno-finansowego.

ROZDZIAŁ 2. DOBÓR ŹRÓDEŁ ZASILEŃ PIENIĘŻNYCH PRZEDSIĘBIORSTW

2.1. Procesy funkcjonalne przedsiębiorstw

Płaszczyzna epistemologiczna sposobu funkcjonowania podmiotów gospodarujących skłania do osadzenia przedsiębiorstwa oraz środowiska jego działalności w zmiennych warunkach *continuum* czasowo przestrzennego. Uzasadnia to stwierdzenie, że w cezurze czasowej obejmującej okres od momentu rozpoczęcia prowadzenia przez jednostkę działalności gospodarczej do momentu jej zakończenia interakcje zachodzące w specyficznym fragmencie rynku, traktowanym jako wymiar przestrzenny *universum* gospodarczego, pomiędzy poszczególnymi elementami struktur jednostek gospodarujących, a także pomiędzy podmiotem, postrzeganym jako kolektywem tych struktur, a jego otoczeniem generują zdarzenia gospodarcze układające się w czasie w przyczynowo-skutkowe ciągi logiczne[131]. Nadanie postępującym po sobie zdarzeniom gospodarczym przymiotu przyczynowości oraz przypisanie im mierzalnych skutków występowania uzasadnia stwierdzenie, że przedsiębiorstwa, zarówno w obrębie własnych struktur, jak i poza swoimi granicami instytucjonalnymi wyznaczanymi przez regulatory legislacyjne nadające im autonomię prawną, techniczno-organizacyjną oraz ekonomiczną, zmuszone są działać w turbulentnych warunkach w sposób możliwie racjonalny, intencjonalny oraz usystematyzowany. Działania te są podporządkowane zasadom odnoszącym się do pomnażania wartości w czasie, co stanowi nie tylko *spiritus movens* rozwoju podmiotu gospodarującego, ale przede wszystkim warunek konieczny jego przetrwania w długim okresie[132]. Wobec tego kreacja wartości jest nieprzerwanym i obligatoryjnym w rozciągłości czasowej dążeniem podmiotów gospodarujących, co uzasadnia konstatację, że dobór zestawów działań służących realizacji tego dążenia porządkowany jest według kryterium efektywnościowego[133]. W związku z tym istota funkcjonowania jednostek gospodarczych odnosi się do prowadzenia celowych, wynikających z siebie operacji, rozumianych jako działania podjęte w punkcie p_1

[131] S. Trzcieliński, M. Adamczyk, E. Pawłowski, *Procesowa orientacja przedsiębiorstwa, Wydawnictwo* Politechniki Poznańskiej, Poznań 2013, s. 7-12.
[132] M. Bochenek, *Problem racjonalności w polskiej myśli ekonomicznej,* Wydawnictwo Key Text, Warszawa 1999, s. 94-102.
[133] *Zarządzanie procesami biznesowymi*. *Aspekt metodyczny*., red. J. Czekaj, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2009, s. 17.

czasoprzestrzeni, stające się warunkiem koniecznym zaistnienia, stymulantą oraz zasileniem postępujących po nich, właściwych względem kryterium efektywnościowego działań podejmowanych w punkcie p_2[134]. Taka sytuacja skłania do rozważenia sposobu kształtowania, sekwencji oraz porządkowania przywołanych ciągów logicznych definiowanych, jako procesy.

Proces w swojej istocie jest pojęciem interdyscyplinarnym. W ujęciu etymologicznym proces pochodzi od łacińskiego słowa *processus*, oznaczającego postępowanie[135]. Uznanie procesu jako określonego sposobu postępowania wymaga jego uzupełnienia o kierunek (wektor) jego przebiegu, ciągłość faz oraz etapów, a także o przymiot transformacji stanu obiektów, których dotyczy[136]. Przypisanie procesowi charakterystyki permutacyjnej skłania do stwierdzenia, że z perspektywy ontologicznej proces odnosi się do specyficznej zmienności wiązki wejścia, która na skutek sił oddziałujących na nią pomiędzy czasem t_1 a czasem t_2 przekształcona zostaje w wiązkę wyjścia posiadającą określone parametry jakościowe i ilościowe. Transpozycja przedstawionej zależności na funkcjonowanie przedsiębiorstwa skłania do uznania, że wiązkę wejścia do procesów jednostek gospodarczych stanowią zasoby energomaterialne oraz informacyjne, a wiązkę wyjścia efekty transformacji tych zasobów odbierane przez właściwe elementy otoczenia społeczno-gospodarczego. Przytoczona transformacja będąca celowym działaniem, podporządkowanym kryterium dostarczenia wartości dla klienta wewnętrznego, bądź zewnętrznego, rozumianego jako odbiorca efektów permutacji wiązki wejścia, odbywa się w oparciu o rynkowe uwarunkowania regulacyjne podmiotu gospodarującego w obszarze swobody wyznaczonym przez państwo, które rozpatrywane powinno być w kontekście skodyfikowanych regulacji prawnych, jako regulator nadrzędny względem organizacji działających na rynku. Postrzegając więc procesy gospodarcze realizowane przez przedsiębiorstwa jako zestawy działań w obszarze określonego spectrum czasowo-przestrzenno-regulacyjnego podlegające właściwej standaryzacji rozumianej jako powtarzalny schemat ujętego w czasie układu podejmowanych aktywności, uzasadniona wydaje się być konkluzja, że procesy posiadają dynamiczną strukturę, służącą realizacji autonomicznie wyznaczonych przez

[134] P. Grajewski, *Organizacja procesowa,* Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 55.
[135] M. Kunasz, *Zarządzanie procesami,* Wydawnictwo VOLUMINA.PL Daniel Krzanowski, Szczecin 2010, s. 9-10.
[136] T. Zawistowski, *Procesowe zarządzanie organizacją,* Problemy Jakości, nr 9, s. 34.

jednostki gospodarujące celów[137].

Pochodną wewnątrzorganizacyjnej heterogeniczności przedsiębiorstwa stanowi niejednorodność celów realizowanych w poszczególnych, zinstytucjonalizowanych obszarach funkcjonalnych jego działalności[138]. Ze względu na właściwy konkretnemu podmiotowi poziom ograniczoności zasobów energomaterialnych i informacyjnych, a także szeroko rozumianych zdolności funkcjonalnych, dochodzi do swoistej hierarchizacji celów, rozumianych jako pożądane stany przyszłe, oraz zestawów działań służących ich osiągnięciu, zarówno w ujęciu ogólnoorganizacyjnym, jak i fragmentarycznym. Wobec tego, na skutek przytoczonej stratyfikacji wyszczególnione zostają cele rzędu wyższego, rozumiane jako cele podstawowe m.in. w postaci przetrwania i powiększania swojej wartości rynkowej, oraz cele cząstkowe, rozumiane jako cele operacyjne, które umożliwiać i ułatwiać mają osiąganie celów podstawowych[139]. Dążenie do osiągania poszczególnych z przyszłych stanów jest osadzone we właściwej im perspektywie czasowej *ex ante*. Określenie tej perspektywy, przy uwzględnieniu specyficznych dla konkretnej organizacji zdolności percepcji rzeczywistości gospodarczej i antycypacji jej zmienności w czasie stanowi niejako wyznacznik zestawów działań, których podjęcie, systematyzacja i ułożenie w wynikające z siebie ciągi logiczne stanowiące procesy doprowadzić ma do pożądanego stanu przyszłego[140]. Wobec tego z podziału celów na cele podstawowe oraz cele cząstkowe wynika także wewnątrzorganizacyjny podział realizowanych procesów, zgodnie z którym wyróżnić należy procesy podstawowe, tj. gospodarowanie, oraz procesy pomocnicze, czyli procesy wspomagające oraz umożliwiające zaistnienie procesów podstawowych. Z kolei metaprocesem względem wymienionych jest proces zarządzania, który co prawda nie dostarcza bezpośrednio wartości dla klienta zewnętrznego, ale służy określeniu oraz systematyzacji celów, a także przyporządkowaniu zadań służących ich osiągnięciu, wraz z przypisaniem do nich odpowiednich realizatorów[141].

Choć typologia procesów w znacznej mierze uzależniona jest od rodzaju prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności podstawowej tj. produkcyjnej,

---

[137] *Przedsiębiorstwo usługowe. Zarządzanie.*, red. nauk. B. Filipiak, A. Panasiuk, Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2008, s. 25.
[138] A. Buczkowska, *Cele przedsiębiorstwa a pomiar jego dokonań,* Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 684, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 45, 2012, s. 6-17.
[139] *Współczesne teorie przedsiębiorstw,* op. cit., s. 155-173.
[140] P. Grajewski, *Koncepcja struktury organizacji procesowej,* TNOiK, Toruń 2003, s. 104.
[141] P. Senkus, *Zarządzanie i dowodzenie z wykorzystaniem orientacji procesowej*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2013, s. 384

usługowej lub handlowej, to w holistycznym ujęciu każdy podmiot rynkowy w *continuum* swojego funkcjonowania realizuje proces oparty na efektywnym zarządzaniu dostępnymi zasobami w taki sposób by pomnażać ich wartość w czasie. Określany mianem gospodarowania odnosi się zarówno do procesów pomocniczych, jak i procesów podstawowych, bowiem sprowadza się do transformacji nakładów przeznaczonych na realizację poszczególnych zadań w efekty, które podlegają kwantyfikacji[142]. Podstawową kategorią kwantyfikacji efektów gospodarowania jednostki i zarazem narzędziem pomiaru realizacji celu podstawowego w postaci zwiększania jej wartości rynkowej jest zysk generowany na skutek prowadzonej działalności operacyjnej, uzupełnionej o działalność finansową oraz inwestycyjną[143]. Wobec tego zysk należy traktować dwojako. Po pierwsze jako podstawowy, uwzględniający wiele zmiennych, agregat ekonomiki przedsiębiorstwa, określający ogólną zdolność podmiotu do konwersji pozyskiwanych zasileń energomaterialnych i informacyjnych na produkty i/lub usługi w zgodzie z kryterium efektywnościowym, stanowiącym o maksymalizacji efektów względem ponoszonych nakładów[144]. Z drugiej strony zysk, z perspektywy funkcjonalnej, zysk należy traktować jako miarę, której wartość świadczy o zdolnościach dostosowawczych podmiotu względem labilnych warunków egzogennych otoczenia[145]. Przedstawione podejście uzasadnia stwierdzenie, że właściwy sposób percepcji przez przedsiębiorstwo zmienności regulatorów zewnętrznych w postaci regulatorów rynkowych i prawnych umożliwia podejmowanie przez podmiot adekwatnych działań we właściwych im obszarach funkcjonalnych, które to działania zapewniają utrzymanie się podmiotu w ścieżce realizacji strukturalizowanych autonomicznie wiązek celów, co w konsekwencji umożliwia maksymalizację zysku. Pozostanie przedsiębiorstwa w tej ścieżce powinno być traktowane w szerokim ujęciu jako utrzymywanie dynamicznej równowagi, tj. homeostazy, która sprowadza się do zachowania względnie stałych parametrów funkcjonowania jednostki gospodarującej przy zmianach parametrów otoczenia. Sprowadzając długookresowe dążenia przedsiębiorstw w obrębie gospodarowania do

[142] T. Tkaczyk, *Przemiany w interpretacji kategorii procesu gospodarowania. Wybrane zagadnienia.* w: *Holistyczne pośrednictwo finansowe,* red. nauk. J. K. Solarz, E. Klamut, Przedsiębiorczość i Zarządzanie, Wydawnictwo SAN, Tom XX, Zeszyt 1 cz. 1, Łódź-Warszawa 2019, s. 77-88.
[143] J. Dąbrowski, *Metodyczne aspekty pomiaru efektywności przedsiębiorstw portowych,* Studia i Materiały Instytutu Transportu i Handlu Morskiego, nr 9, 2012, s. 31- 50.
[144] P. Blaik, *Logistyka. Koncepcja zintegrowanego zarządzania,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010, s. 411.
[145] B. Majecka, A. Letkiewicz, *Samoregulacyjne kształtowanie zachowań rynkowych przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2020, s. 118.

kategorii ekonomicznych oraz traktując je jako zróżnicowane wewnętrznie, należy stwierdzić, że homeostaza ogólnoorganizacyjna stanowi addycję efektów utrzymywania homeostazy w pięciu podstawowych, zbieżnych w każdym z przedsiębiorstw, obszarach funkcjonalnych jednostki gospodarczej, tj. w obszarach[146]:

- kształtowania zasobów majątkowych w sferze podstawowej działalności przedsiębiorstwa oraz towarzyszące im zabezpieczanie logistyczne umożliwiające utrzymanie ciągłości produkcji,
- doborze zasobów ludzkich oraz stymulacji ich potencjału intelektualnego,
- zajmowania pozycji konkurencyjnej oraz realizacji strategii w obrębie rynku,
- normalizacji ewidencji i przesyłu informacji oraz kształtowania ośrodków decyzyjnych,
- finansowania działalności oraz pomiaru efektywności działania sfery operacyjnej i sfery inwestycyjnej.

Przedstawione podejście wskazuje na odmienną charakterystykę działań podejmowanych na poszczególnych płaszczyznach funkcjonowania jednostki gospodarującej w celu utrzymania cząstkowej homeostazy, właściwej poszczególnym płaszczyznom. Przyjmując paradygmat o stratyfikacji procesów oraz architekturę procesów podstawowych, której fundamentem jest synergia procesów pomocniczych, należy stwierdzić, że procesy pomocnicze zachodzące we wskazanych obszarach stanowią składowe procesów ogólnoorganizacyjnych, a co za tego wynika poszczególne obszary funkcjonalne realizują określone funkcje elementarne będące dekompozycją naczelnej funkcji zarządzania[147]. W istocie zachodzące w poszczególnych sferach procesy kształtowane są przez postępujące po sobie funkcje, za których realizację odpowiedzialne są właściwe elementy strukturalne, co w konsekwencji umożliwia logiczną i postępującą w czasie transformację wiązki wejść konkretnych subprocesów w efekty. Taka optyka uzasadnia, że układy elementów strukturalnych w przedmiotowych obszarach spełniają przesłanki umożliwiające traktowanie ich jako systemów otwartych, będących składowymi makrosystemu przedsiębiorstwa[148]. Stanowią one bowiem zbiory logicznie usystematyzowanych, wynikających z siebie

[146] *Przedsiębiorstwo. Drogi sukcesu rynkowego,* op. cit., s. 48.
[147] R. Brajer-Marczak, *Implikacje organizacyjne wprowadzania zarządzania procesami* w: *Dojrzałość procesowa organizacji i dojrzałość w zakresie wiedzy,* red. E. Skrzypek, Katedra Zarządzania Jakością i Wiedzą, Wydział Ekonomiczny, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, Lublin 2013, s. 12 - 16.
[148] J. Czerny, *Przedsiębiorstwo jako system dążący do homeostazy,* Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości, Tom 56 (112), s 21-32.

wzajemnie sprzężeń, nadających im na skutek realizowanych funkcji w konstrukcie procesów określoną strukturę przyczynowo-skutkową o właściwych granicach. Przywołane zbiory elementów strukturalnych, będących realizatorami funkcji cząstkowych, tworzą konstrukt procesów pomocniczych, zasilanych przez energomaterię i informację pochodzące z ich otoczenia, na które składa się zarówno otoczenie wewnątrzorganizacyjne, jak i otoczenie funkcjonujące poza granicami organizacji[149]. W swojej istocie wskazane układy elementów, realizatorów funkcji cząstkowych, dostarczać mają wartość dodaną, stanowiącą wiązkę wyjścia z systemu, która odbierana przez kolejny system organizacji, będący klientem systemu poprzedzającego, stanowi zasilenie funkcji strukturalizujących proces przez niego realizowany[150]. Opisane zależności stanowią niejako uzupełnienie Tylorowskiej teorii specjalizacji pracy, nazywanej teorią funkcjonalną[151]. Stratyfikacja procesów oraz specyficzne powiązania pomiędzy poszczególnymi obszarami funkcjonalnymi przedsiębiorstwa skłaniają do konstatacji stanowiącej o horyzontalnym przebiegu procesów przedsiębiorstw względem ich systemowych, wyspecjalizowanych struktur, na które składają się, w zakresie opisanych obszarów, odpowiednio system operacyjny, motywacyjny, marketingowy, zarządzania oraz ekonomiczno-finansowy[152]. Funkcje elementarne realizowane w granicach poszczególnych systemów umożliwiają zachodzenie procesów cząstkowych, które z jednej strony zapewniają ciągłość procesu podstawowego, z drugiej, we fragmentarycznym ujęciu odpowiadają za utrzymywanie się przedsiębiorstwa w wyznaczonym trendzie rozwojowym, opartym o osiąganie celów cząstkowych[153]. Relatywizm procesów oraz funkcji realizowanych przez struktury funkcjonalne przedsiębiorstwa przedstawia rysunek 2.

---

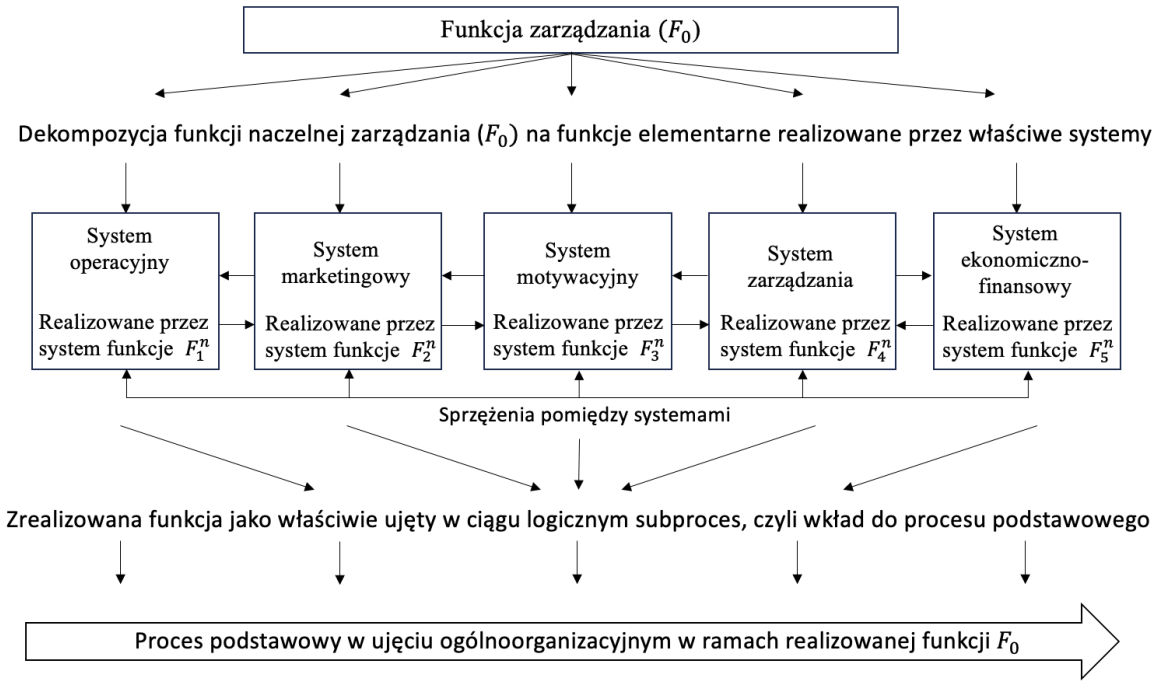
[149] A. Letkiewicz, *Sprawność regulacyjna a konkurencyjność przedsiębiorstw* w: *Innowacje i jakość jako czynniki konkurencyjności przedsiębiorstwa.* red. A. Strychalska-Rudzewicz, Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie, Wydział Nauk Ekonomicznych, Olsztyn 2007, s. 35

[150] P. Śliż, *Dojrzałość procesowa współczesnych organizacji w Polsce,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk, 2018, s. 35-357.

[151] *Zarządzanie procesami,* op. cit., s. 7.

[152] K. Szałucki, *Efektywność finansowa w teorii diagnozowania ekonomicznego* w: Efektywność finansowa przedsiębiorstw w perspektywie podstawowych zagadnień teorii i praktyki diagnozowania ekonomicznego i funkcjonowania przedsiębiorstw, red. K. Szałucki, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2016, s. 12.

[153] *Procesowa orientacja przedsiębiorstwa,* op. cit., s. 10-16.



Rysunek 2. Strukturalizacja procesów przedsiębiorstw

Źródło: Opracowanie własne na podstawie S. Trzcieliński, M. Adamczyk, E. Pawłowski, *Procesowa orientacja przedsiębiorstwa,* Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2013, s. 16.

Traktowanie układów elementów strukturalnych, realizujących procesy przekształcania zasobów energomaterialnych i informacyjnych w wiązki wyjść o wartości dodanej w stosunku do wiązki wejść, jako systemów otwartych implikuje dwojakie postrzeganie ich relacji z otoczeniem, w którym funkcjonują. Z jednej strony systemy otwarte czerpią zasilenia ze środowiska oraz przeprowadzają procesy w taki sposób, żeby zrealizowany cel cząstkowy stanowił wkład do ścieżki realizacji celu systemu wyższego rzędu. Z drugiej strony poddane są oddziaływaniu otoczenia, które poprzez bodźcowanie informacyjne generuje odchylenia pomiędzy wiązką wyjścia z systemu, a wartością zadaną, czyli normami definiującymi homeostazę systemu, ujawniającą się w zdolności utrzymania się w ścieżce realizacji celów[154]. Takie podejście pozwala na rozróżnienie dwóch, wzajemnie ze sobą powiązanych sfer funkcjonowania przedsiębiorstwa, czyli sfery realnej, odpowiedzialnej za empiryczną transformację czynników zasobowych w czynniki wyjścia, będące zasileniem właściwego elementu otoczenia, oraz sfery regulacji, w obrębie której w oparciu o zestaw elementów

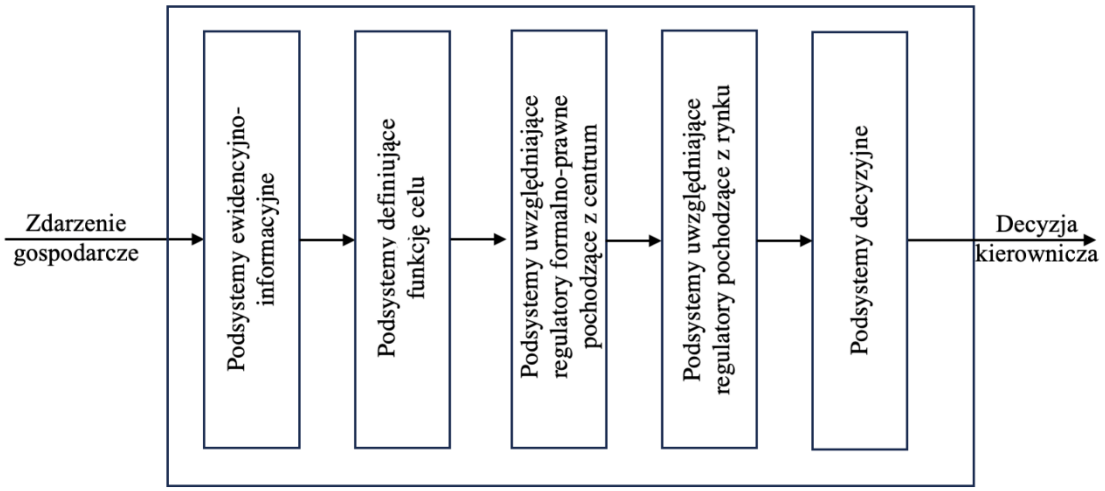
[154] I. Escher, *Adaptacja organizacji i jej elementy z perspektywy ujęcia systemowego,* Acta Universitatis Nikolai Copernici, Zarządzanie XXXIX, Zeszyt 407, Toruń 2012, s. 59-63.

apriorycznych dochodzi do korekty parametrów wiązki wejścia do realizowanego procesu, a także zmiany zdezaktualizowanych norm sterujących jej empiryczną transformacją względem ustalonych kryteriów regulacyjnych w czasie *t-1*[155]. Wobec tego regulacja jest nieustającym procesem determinującym funkcjonowanie sfery realnej przedsiębiorstwa, co implikuje konieczność ciągłej aktualizacji reguł określających kryteria gospodarowania dostępnymi zasobami względem warunków działania podmiotu.

Regulację należy traktować jako specyficzny rodzaj sterowania, bowiem rozróżnienie systemów wyższego i niższego rzędu uzasadnia, że systemy rzędu niższego podporządkowują swoje działania względem norm sterujących, ustalanych przez systemy o wyższym stopniu rozwoju funkcjonalnego[156]. W szerokim ujęciu, przedsiębiorstwo jako kolektyw systemów dąży do utrzymania zgodności swoich działań z prawem rozwoju wyznaczonym przez znajdujące się poza jego granicami systemy rzędu wyższego, czyli państwo i rynek. Tak rozumiane otoczenie, złożone ze wzajemnie powiązanej sfery społecznej oraz gospodarczej, wpływa stymulująco lub zakłócająco na działania przedsiębiorstwa, co oparte jest o rejestrację zdarzeń przez receptory poszczególnych z podsystemów podmiotów gospodarujących. Zarejestrowane zdarzenia odnoszone są do ustalonej wiązki celów, co w konsekwencji determinuje ustosunkowanie się systemu względem normy pochodzącej z systemów rzędu wyższego poprzez wdrożenie właściwych zmian regulacyjnych w realizowanych w ich strukturach procesach w obszarze swobody wyznaczonym przez regulatory formalno-prawne. Wskazane ustosunkowanie się do norm odbywa się z uwzględnieniem zasad panujących na rynku, by zachować i dalej poprawić konkurencyjność podmiotu. Efektem percepcji reguł formalno-prawnych oraz rynkowych jest decyzja kierownicza mająca na celu dostrojenie norm sterujących procesami sfery realnej do trendu rozwoju systemu rzędu wyższego. Należy także podkreślić, że z perspektywy konkretnego systemu przedsiębiorstwa, oprócz destabilizacji wynikającej ze zmienności warunków otoczenia znajdującego się poza granicami jednostki gospodarującej, bodźcowanie odbywa się również ze strony pozostałych systemów funkcjonalnych podmiotu. Na skutek deregulacji uwarunkowań działania sprzężonych struktur, zmianie ulegają parametry ich

[155] A. Letkiewicz, *Samoregulacja w symetryzacji systemów przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2013, s. 69.
[156] J. Czerny, *Przedsiębiorstwo jako system dążący do homeostazy,* Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości, Tom 56 (112), Warszawa 2010, s. 22.

funkcjonowania, co wywołuje odchylenia od ścieżki realizacji właściwych konkretnemu systemowi funkcji cząstkowych. Wobec tego należy stwierdzić, że na skutek powiązań oraz wzajemnego determinowania swojej zmienności przez wyodrębnione elementy, proces regulacji jako podstawowy proces funkcjonalny, przebiega przez struktury podmiotów gospodarczych nie wyłącznie wertykalnie, zgodnie z relacją pomiędzy systemem wyższego rzędu a system niższego rzędu, ale także poziomo, determinując wewnątrzorganizacyjne przeformułowywanie ścieżki realizacji celów operacyjnych oraz sposobu ich osiągania[157]. Doprowadza to do konkluzji, że choć systemy wyższego rzędu, tj. państwo i rynek, regulują działalność przedsiębiorstwa w obrębie instytucjonalno-prawnym i rynkowym, to ewolucja procesowo-systemowa determinowana jest także wewnątrzorganizacyjnym bodźcowaniem informacyjnym, powodowanym nieustającą zmiennością wnętrza konkretnych ośrodków funkcyjnych. Ogólny model regulacji podmiotu gospodarującego przedstawia rysunek nr 3.



Rysunek 3. Ogólny model procesu regulacji przedsiębiorstwa

Źródło: A. Letkiewicz, *Symetryzacja w samoregulacji systemów przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2013, s. 122.

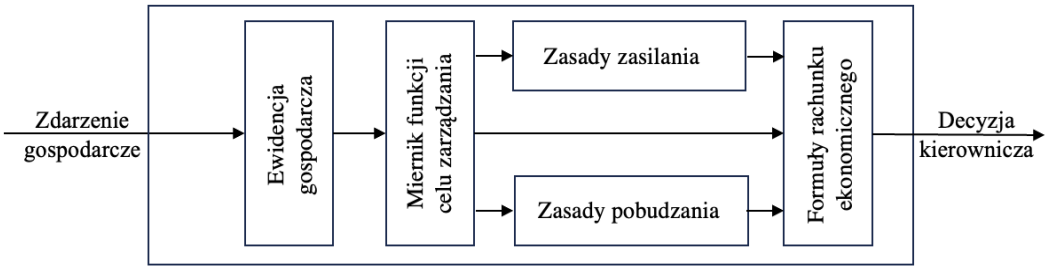
W przedstawionym ujęciu przedsiębiorstwo traktowane jest jako system bezinercyjny, bezwładnie uzależniony od zmian otoczenia, podlegający bodźcowaniu regulacyjnemu skutkującemu destabilizacją funkcjonalną w postaci utraty homeostazy oraz koniecznością jej poszukiwania w zmienionych warunkach. Jednakże wskazana optyka wymaga uzupełnienia, bowiem choć w istocie równowaga ma charakter dynamiczny, a przedsiębiorstwo zmuszone jest uwzględniać regulatory egzogennego

[157] K. Szałucki, *Równowaga w funkcjonowaniu przedsiębiorstw transportowych,* Wydawnictwo Texter, Warszawa 2017, s.117

otoczenia, to chcąc realizować autonomicznie ustalone cele i rozwijać się w czasie poprzez rozmyślne działania zmuszone jest wykształcić mechanizm samosterowania w obrębie właściwych sobie struktur funkcjonalnych. W związku z mnogością docierających norm sterujących pochodzących zarówno spoza granic, jak i z wnętrza organizacji, konieczne jest rozwinięcie w *continnum* działalności procesu służącego właściwej implementacji oraz harmonijnemu dostosowaniu do specyfiki działalności podmiotu gospodarującego norm regulacyjnych. Procesem odbywającym się w przedsiębiorstwie nieustannie, obejmującym zarówno perspektywę krótko, średnio, jak i długo okresową, oraz endogennie warunkującym jego systemową równowagę funkcjonalną jest samoregulacja, odnosząca się do autonomii zarządzania procesami zachodzącymi wewnątrz struktur podmiotu gospodarczego[158]. Umożliwia ona zachowanie integralności oraz koordynacji kolektywu systemów przedsiębiorstwa przy zakłóceniach regulacyjnych powodujących potencjalne dysfunkcje sfery realnej[159]. Samoregulacja traktowana powinna być jako wyodrębniony w strukturach podmiotu, dynamicznie dostosowywany do warunków funkcjonowania zespół reguł, pozwalający na identyfikację oraz interpretację zachodzącego w otoczeniu zdarzenia gospodarczego, które jako wiązka informacji zostaje w konsekwencji rozmyślnie i autonomicznie przetransformowane na docelowo właściwą względem ustalonych celów długookresowych decyzję kierowniczą determinującą ciąg logiczny działań konkretnego z systemów, do których się odnosi[160]. Odniesienie samoregulacji do określonej autonomii oraz wewnątrzsystemowego sterowania procesami, w tym procesami decyzyjnymi odpowiedzialnymi za nadawanie wektora pożądanej zmienności wewnętrznej służącej samookreślaniu działań umożliwiających realizowanie celów, implikuje strukturalizację oraz konieczność ustawicznego funkcjonalnego wzrostu systemu realizującego funkcję zarządzania, gdyż w swojej istocie determinuje on sprawność celowej regulacji wewnętrznej. We wskazanym kontekście jest odpowiedzialny za ustalanie celów strategicznych i koordynację funkcjonowania systemów organizacji przez zasilanie poszczególnych z nich we właściwe zasoby oraz dalsze aktywizowanie tych zasobów w taki sposób, by umożliwiały osiąganie pożądanych stanów przyszłych. Na procesy

[158] G. Kobyłko, *Informacyjne i poznawcze uwarunkowania równowagi organizacyjnej,* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu no. 340, Wrocław 2014, s. 729-730
[159] W. Flakiewicz, J. Oleński, *Cybernetyka ekonomiczna,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1989, s. 203.
[160] K. Szałucki, *Przedsiębiorstwa transportowe – warunki i mechanizmy równowagi,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 1999, s. 48.

oparte o zasoby wykorzystywane przez przedsiębiorstwo nakładane są formuły rachunku ekonomicznego, które umożliwiają pomiar ich skuteczności, sprawności oraz efektywności. W konsekwencji generowana jest decyzja kierownicza korygująca odchylenia działań systemów od ścieżki realizacji celów długookresowych, co stanowi nową normę regulacyjną dla funkcjonowania tego systemu. W rezultacie stwierdzić należy, że ze strukturalizacji strategicznych celów przedsiębiorstwa wynikają wymagania co do kształtu oraz formy procesów krótko i średniookresowych, co w konsekwencji wymusza celową regulację endogenną w wymiarze zarządczym, doprowadzającą do samoregulacji, czyli zdolności do utrzymywania podmiotu w stanie homeostazy w czasie[161]. Model celowej regulacji zarządczej, skutkującej decyzją kierowniczą, przedstawia rysunek 4.



Rysunek 4. Model celowej regulacji zarządczej systemu przedsiębiorstwa

Źródło: K. Szałucki, *Równowaga w funkcjonowaniu przedsiębiorstw transportowych,* Wydawnictwo Texter, Warszawa 2017, s. 63

Towarzyszący nieustającej presji regulacyjnej, autonomicznie strukturalizowany proces samoregulacji, dostosowujący wyznaczone normy do celów operacyjnych oraz ustalonej strategii, umożliwiać powinien skoordynowaną i skuteczną zmienność systemów organizacji skutkującą ustawiczną poprawą ich funkcjonowania[162]. Należy stwierdzić, że przy labilnych warunkach otoczenia samoregulacja sprowadza się do takiej zmienności wnętrza przedsiębiorstwa, która pozwoli podmiotowi na realizację wyznaczonych celów pomimo norm regulacyjnych destabilizujących systemową homeostazę. Zmienność ta znajduje swój wyraz w dostrajaniu norm sterujących procesami, które na skutek mechanizmu sprzężenia pomiędzy wartością zadaną a wiązką wyjścia procesu podlegają deregulacji skutkującej ich ciągłą aktualizacją, co docelowo

[161] A. Bitkowska, K. Koterman, G. Wójcik, K. Wójcik, *Zarządzanie procesami w przedsiębiorstwie,* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2011, s. 43.
[162] A. Wierzbic, *Wzrost rozwoju przedsiębiorstwa – przegląd koncepcji teoretycznych,* Nauki o zarządzaniu nr 8, 2011, s. 400.

umożliwiać ma coraz bardziej adekwatny, sprawny oraz skuteczny przebieg tych procesów względem wyznaczonych celów[163]. Ciągła, właściwa aktualizacja norm, jako efekt ujętego w czasie procesu uczenia się organizacji, stanowi fundament rozwoju funkcjonalnego, rozumianego jak ciąg postępujących po sobie etapów, w których następuje poprawa rynkowej konkurencyjności podmiotu, wzrost jego siły inercji traktowanej jako odporność na siły destabilizujące uzyskaną równowagę funkcjonalną oraz w szerokim ujęciu rozwój zdolności gospodarowania zasobami, które dostarcza wymiernych efektów ekonomiczno-finansowych przekładających się na stopień realizacji celu podstawowego organizacji, tj. maksymalizacji wartości w długim terminie[164]. Słusznym, wobec tego jest rozpoznanie etapów rozwoju funkcjonalnego oraz właściwej im specyfiki równowagi funkcjonalnej, a także odniesienie jej do formuł bezpośrednio dotyczących kryterium efektywnościowego podejmowanych działań w *continuum* czasowym.

2.2. Równowaga ekonomiczno-finansowa jednostek gospodarczych

Identyfikacja procesu gospodarowania dostępnymi zasobami jako podstawowego procesu długookresowego realizowanego w *continnum* działalności przedsiębiorstwa wymusza przypisanie mu nacechowania kwantytatywnego, bowiem celem, któremu podporządkowany jest sposób gospodarowania podmiotu jest pomnażanie wartości w czasie w zmiennych warunkach regulacyjnych[165]. Wobec tego dynamiczny zestaw reguł sterowania procesami sfery realnej podmiotu musi we właściwy sposób uwzględniać kwantytatywny charakter gospodarowania. Formowany na skutek ciągłości bodźcowania regulacyjnego i dążenia jednostki do ustawicznego wzrostu funkcjonalnego przejawiającego się rosnącą sprawnością oraz adekwatnością podejmowanych działań względem warunków, proces samoregulacyjny determinuje ujęte w czasie równowagi cząstkowe na poszczególnych płaszczyznach działalności, a także wynikającą z nich równowagę ogólnoorganizacyjną w perspektywie długookresowej, wyznaczaną przez ich synergiczną synchronizację. W konsekwencji działania samoregulacyjne, służące

[163] *Organizacje uczące się,* red. K. Olejniczak, Wydawnictwo Naukowe SCHOLAR, Warszawa 2012, s. 57-61
[164] P. Masiukiewicz, *Sprawność jako kryterium oceny zarządzania,* Prakseologia i Zarządzanie, Zeszyty Naukowe Prakseologii nr 2, 2017, s. 6-20.
[165] B. Nita, *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 24.

zachowaniu względnie stałych parametrów organizacji w zmiennych warunkach gospodarowania, umożliwiają realizację funkcji w zakresie poszczególnych płaszczyzn działalności podmiotu, tj. w zakresie szeroko rozumianych zachowań i strategii rynkowych, kształtowania zatrudnienia oraz stymulowania postaw pracowników, poboru i zarządzania informacją, gospodarki zasobowej a także bezpośrednio powiązanej z nią gospodarki ekonomiczno-finansowej. Realizowane cząstkowe funkcje celu w obrębie przywołanych płaszczyzn zgodne są z długookresowym celem nadrzędnym w postaci pomnażania wartości w czasie, a co z tego wynika efekty realizacji tych funkcji cząstkowych również wyrażane są w mierzalnych formułach pieniężnych. Uzasadnia to konstatację, że podstawą stanów równowagi jest kryterium efektywnościowe, które w uniwersalnym ujęciu traktować należy jako zasady stanowiące o maksymalizacji wyrażonych w pieniądzu efektów działania w stosunku do nakładów na te działania poniesionych, przy jednoczesnym uwzględnieniu kwestii minimalizacji ryzyka[166]. Wobec tego dynamiczna homeostaza, utożsamiana z utrzymywaniem się podmiotu w ścieżce realizacji wyznaczonych wiązek celów pomimo zmiennych norm regulacyjnych, obejmuje właściwą względem warunków gospodarowania zmienność kategorii pieniężnych w zakresie funkcji cząstkowych w obrębie fragmentarycznych struktur funkcjonalnych. Przedstawiona optyka doprowadza do konkluzji, że wyrażone w jednostkach pieniężnych efekty procesu gospodarowania są kwantyfikowalną transpozycją realizowanej naczelnej funkcji zarządzania, która dekomponowana jest na osadzone we właściwej cezurze czasowej działania podmiotu służące realizacji celów cząstkowych, bezpośrednio lub pośrednio odnoszących się do kategorii ekonomicznych i finansowych, stanowiących płaszczyzny realizacji celu przypisanego temu procesowi[167].

Fundamentem ekonomiki przedsiębiorstwa jest odnoszone zarówno do krótkiej, jak i długiej perspektywy czasowej, kształtowanie odpowiednich względem strukturalizowanych celów i uwarunkowań funkcjonowania, strumieni materialnych oraz finansowych, wspartych strumieniami informacyjnymi, stanowiącymi zasilenia meta procesu zarządzania. Zgodnie z przedstawionym podejściem, strumienie materialne podporządkowane są ustalonym normom regulacyjnym sterującym procesami sfery

[166] A. Letkiewicz, *Zasady finansowego regulowania funkcjonowania przedsiębiorstw transportu publicznego,* Studia Ekonomiczne/Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach nr 143, 2013, s. 239.
[167] J. Jaworski, *Teoria i praktyka zarządzania finansami przedsiębiorstw,* Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2010, s. 30-31.

realnej w zakresie pozyskiwania z otoczenia oraz dalszego sposobu wykorzystania zasobów rzeczowych, poprzez ich transformację na produkty i usługi dostarczane ostatecznie właściwym odbiorcom. Transformacja ta odbywa się zgodnie z uwarunkowaniami rynkowymi, prawnymi oraz możliwościami wewnętrznymi podmiotu, przy nałożeniu norm kryterium efektywnościowego, co w konsekwencji umożliwiać ma generowanie zysku, będącego podstawą przetrwania jednostki w długim terminie[168]. Strumieniom materialnym, odnoszącym się zarówno do majątku obrotowego wykorzystywanego w procesach podstawowych, jak i majątku o długim terminie przydatności użycia w przedsiębiorstwie, w znaczeniu aktywów trwałych umożliwiających transformację majątku krótkoterminowego, towarzyszą powiązane, lecz o odwrotnie skierowanym kierunku wektora, strumienie finansowe, dotyczące pozyskiwania i dalszego lokowania środków pieniężnych w poszczególnych rodzajach majątku. Z kolei rolą pobieranego strumienia informacyjnego w odniesieniu do wyznaczonych sfer jest ich swoista integracja poprzez autonomiczne kształtowanie natężenia, specyfiki i charakteru strumieni materialnych oraz finansowych, tym samym umożliwiając pozostanie podmiotu w ścieżce realizacji wyznaczonych wiązek celów, czyli specyficznej dla uwarunkowań egzo i endogennych równowadze *sensu largo*[169].

Przedstawiona optyka wskazuje na trzy rodzaje symultanicznie prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności, których właściwe funkcjonowanie warunkowane jest harmonizującym i dostosowującym je względem siebie procesem samoregulacyjnym. Należy wśród nich wskazać działalność operacyjną rozpatrywaną przez pryzmat działalności podstawowej, której podwaliną jest zaspokajanie potrzeb interesariuszy za pomocą wytwarzanych w procesie produkcyjnym dóbr i usług, działalność inwestycyjną umożliwiającą sprawne i adekwatne funkcjonowanie sfery operacyjnej poprzez alokację dostępnego kapitału pieniężnego we właściwych długoterminowych aktywach rzeczowych, a także działalność finansową, w obrębie której pozyskiwane są zasilenia pieniężne, konwertowane dalej na właściwe pozycje aktywów[170]. Z przedstawionej dekompozycji celu nadrzędnego na cele cząstkowe przypisane poszczególnym rodzajom prowadzonej działalności wynika ich dezagregacja na wyznaczone cele w obrębie sfery ekonomii i sfery finansów przedsiębiorstwa,

[168] L. Bednarski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 46.
[169] J. Błach, *Innowacje finansowe w przedsiębiorstwie,* Wydawnictwo C. H Beck, Warszawa 2018, s. 69-70.
[170] *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa,* op. cit., s. 14-16

osadzone we właściwych perspektywach czasowych. Działania podmiotu sprowadzają się do wywoływania zdarzeń gospodarczych wpisujących się w realizowaną na każdym etapie rozwoju funkcję generowania zysku będącego podstawową miarą sprawności i efektywności gospodarowania. Należy jednak stwierdzić, że działania te wymagają odpowiednich zasileń pieniężnych, co uzasadnia, że finanse przedsiębiorstwa sprowadzają się do generowania we własnym zakresie oraz pozyskiwania z otoczenia, utrzymywania i wykorzystywania akumulowanych zasobów finansowych, co dalej ma przełożenie na funkcjonowanie powiązanych działalności podstawowej oraz działalności inwestycyjnej[171]. Doprowadza to do konstatacji, że przedsiębiorstwo w celu utrzymywania równowagi musi być zorientowane dualnie, uwzględniając w swoim postępowaniu zarówno pozyskanie i dalsze, właściwe wykorzystanie posiadanego majątku, jak i kreując jego odpowiednie finansowanie. Taka optyka skłania ku wyznaczeniu krańcowych stanów homeostazy w przedmiotowym zakresie przy jednoczesnej identyfikacji stanów nierównowagi sfery ekonomiczno-finansowej.

Uznając dynamizm równowagi przedsiębiorstwa, w którym normy gospodarowania są dostosowane do uwarunkowań wewnętrznych i zewnętrznych, zmiennych w *continnum* funkcjonowania jednostki, stwierdzić należy, że homeostaza w zakresie ekonomiczno-finansowym obejmuje dwie perspektywy czasowe związane z wykorzystywanym do pomnażania wartości majątkiem oraz jego finansowaniem, tj. perspektywę krótkookresową oraz perspektywę długookresową, gdzie pierwsza z wymienionych obejmuje roczną cezurę czasową, wyznaczaną przez rok obrotowy, najczęściej tożsamy z rokiem kalendarzowy, druga z kolei termin wykorzystania majątku przekraczający 12 miesięcy[172]. Krótkookresowa perspektywa obejmuje okres pomiaru efektów gospodarowania poprzez postępującą w rocznych interwałach czasowych kwantyfikację pozycji aktywów i pasywów, wielkości sprzedaży dóbr i/lub usług i kosztów bezpośrednio oraz pośrednio przypisanych do źródeł przychodów. W omawianym kontekście przychody stanowią iloczyn wielkości wytworzonych dóbr i usług oraz ceny ich sprzedaży, natomiast sam proces produkcyjny służący wytworzeniu tych dóbr i usług warunkowany jest dostępnością oraz sposobem wykorzystania

[171] A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami – wydanie IV zmienione*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2016, s. 13.
[172] Ustawa o Rachunkowości z dnia 29 września 1994 r. (Dz. U. z 2023 poz. 591) art. 3 ust. 1 pkt 13 oraz art. 3 ust. 1 pkt 18-19.

właściwych aktywów rzeczowych, zarówno krótko, jak i długoterminowych[173]. Realizowana naczelna funkcja procesu gospodarowania w postaci pomnażania wartości w czasie, w obrębie działalności operacyjnej odnoszącej się do krótkiego okresu generowania efektów, sprowadza się do maksymalizacji przychodów przy jednoczesnej minimalizacji kosztów uzyskania tych przychodów, czyli *de facto* maksymalizacji zysku generowanego z tej działalności, wyznaczając tym samym stan równowagi cząstkowej w omawianym *spectrum*[174]. Na skutek przedstawionej logiki wyznaczona zostaje także wartość krańcowa rozpoznanej równowagi sprowadzająca się do zrównania się przychodów z kosztami ich osiągnięcia, a także stan nierównowagi definiowany jako strata z operacyjnych źródeł przychodów[175].

Na podstawie wyznaczonych zależności należy stwierdzić, że funkcja maksymalizacji zysku realizowana jest poprzez samoregulacyjne stanowienie adekwatnych względem warunków gospodarowania zasad w zakresie cenotwórstwa, skorelowanych z zasadami systemów marketingowych dotyczącymi realizowanego wolumenu sprzedaży, a także zasadami kosztotwórstwa, przy uwzględnieniu zdolności pozyskania i wykorzystania majątku, a także jego właściwego finansowania[176]. Przy określonej wielkości i charakterystyce popytu przedsiębiorstwo jest w stanie zaspokoić go w pełni wyłącznie przy ustalonej, adekwatnej do egzogennych warunków funkcjonowania, cenie. Z tego względu, funkcji odnoszącej się do zaspokajania potrzeb rynkowych towarzyszą funkcje cząstkowe minimalizacji kosztów oraz maksymalizacji sprawności działania. Uzasadnia to stwierdzenie, że w wymiarze ekonomicznym sfery operacyjnej synchronizowane w czasie są dążenia dotyczące maksymalizacji dodatnich efektów gospodarowania majątkiem, co przejawia się ustawicznym wzrostem jego produktywności i rentowności, oraz minimalizacji wartości kosztów ponoszonych zarówno z tytułu wykorzystania tego majątku, jak i z tytułu innych bezpośrednio lub pośrednio związanych z wytworzeniem konkretnego produktu pozycji kosztów, tj. koszty wynagrodzeń, materiałów i energii czy zaangażowanych kontrahentów dostarczających

[173] Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych z dnia 15 lutego 1992 r. (Dz. U z 2022 poz. 2587) art. 7.
[174] A. Michalak, *Kształtowanie efektywności w przedsiębiorstwie górniczym* w: *Strategiczne i operacyjne zarządzanie przedsiębiorstwem górniczym w kontekście teoretycznych i praktycznych uwarunkowań ekonomiczno-finansowych*, I. Jonek-Kowalska, A. Michalak, Wydawnictwo CeDewU, Warszawa 2020, s.19-24.
[175] R. Górska, *Równowaga czy nierównowaga w ekonomii?,* VIZJA PRESS&IT, Warszawa 2015, s. 45-50.
[176] *Symetryzacja w samoregulacji systemów przedsiębiorstw,* op. cit., s. 199.

tzw. usługi obce[177]. Koszty, traktowane w szerokim ujęciu jako celowe zużycie czynników wykorzystywanych w procesie produkcyjnym, stanowią o wielkości pomniejszenia przychodu z realizowanej działalności operacyjnej, co bezpośrednio wpływa na wielkość księgowanego wyniku z działalności i połowicznie determinuje wartość generowanego zysku operacyjnego. Z drugiej strony przytoczona wartość zysku warunkowana jest przez wielkość strumienia realizowanej w oparciu o majątek trwały produkcji wyrobów i usług, które dalej dostarczone są rozpoznanej i skwantyfikowanej przez systemy marketingowe popytowej stronie rynku, co w konsekwencji determinuje wielkość przychodów z działalności podstawowej[178]. W omawianym zakresie uwzględnić należy również aspekt sprawności działania w obrębie sfery operacyjnej, wyznaczany przez funkcję cząstkową minimalizacji czasu trwania cyklu operacyjnego, czyli czasu niezbędnego do pozyskania aktywów obrotowych, ich konwersji w produkty gotowe oraz dalszej sprzedaży i pobrania wyrażonych w kategoriach pieniężnych należności, bowiem im krótszy czas przywołanego cyklu tym wyższe są przychody ze sprzedawanych produktów i usług w cezurze czasowej obejmującej okres obrachunkowy, a także maleje ryzyko utraty płynności finansowej oraz konieczności angażowania w finansowanie aktywów obrotowych obcego kapitału pieniężnego[179]. Wobec tego zdolność do generowania zysku jako głównego filaru samofinansowania, przy symultanicznej minimalizacji kosztów oraz maksymalizacji sprawności działania w zakresie procesów cyklu operacyjnego, jest fundamentem krótkoterminowej równowagi cząstkowej sprowadzającej się do realizowanej funkcji maksymalizacji zysku w ramach prowadzonej działalności podstawowej[180]. Stan nierównowagi, w postaci generowanej straty, jest z kolei powodowany przez nieadekwatność i dezaktualizację zasad odnoszących się do szeroko rozumianej polityki sprzedażowej, w tym polityki cenowej, oraz kształtowania kosztów, a także przez niską sprawność działania przedsiębiorstwa w ramach realizowanego procesu produkcyjnego, w tym także procesu wytwórczego *sensu stricto*.

Uzyskiwane przez przedsiębiorstwo przychody oraz ponoszone koszty, choć początkowo są ewidencjonowane zgodnie z zasadą memoriałową, to w momencie ich

[177] G. Łukasik, *Model analizy działalności operacyjnej przedsiębiorstwa i jego wykorzystanie w procesie decyzyjnym,* Zeszyty Naukowe Wydziału Zarządzania GWSH nr 18/2022, Katowice 2022, s. 40-47.
[178] M. Żelichowska, *Ekonomika przedsiębiorstwa,* Wydawnictwo Politechniki Śląskiej, Gliwice 2013, s. 59.
[179] W. Szczęsny, *Przesłanki decyzji finansowych w przedsiębiorstwie,* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2019, s. 129.
[180] I. Durlik, *Inżyniera zarządzania,* Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 2019, s. 44.

rzeczywistego zarejestrowania w przedsiębiorstwie, zgodnie z zasadą kasową, przyjmują postać strumieni finansowych wpływów i wydatków, co w efekcie kształtuje saldo przepływów z działalności operacyjnej[181]. Rejestrowany zysk netto, traktowany w odniesieniu do działalności podstawowej przedsiębiorstwa jako dodatni przepływ netto środków pieniężnych z działalności operacyjnej, powiększony o amortyzację, będącą niepieniężnym kosztem związanym ze zużyciem środków trwałych w czasie pomniejszającym podstawę opodatkowania, stanowi o akumulacji środków pieniężnych w *continnum* działalności przedsiębiorstwa[182]. Przywołana akumulacja finansowa z jednej strony umożliwia realizację funkcji korzyści właścicielskiej, z drugiej natomiast pozwala na stworzenie rezerw i zapasów na przewidywane oraz nadzwyczajne zdarzenia przyszłe, a także warunkuje sposób finansowania majątku o krótkim i długim okresie przydatności w prowadzonej przez podmiot działalności[183]. Należy jednak stwierdzić, że pomiędzy momentem powstania przychodu bądź kosztu a zaistnieniem dodatniego lub ujemnego przepływu środków pieniężnych z tytułu ich wystąpienia mija określony czas, niejako destabilizujący równowagę w zakresie krótkoterminowych finansów przedsiębiorstwa. Różnica w czasie pomiędzy zaistnieniem zdarzenia gospodarczego w rozumieniu księgowo występującego przychodu lub kosztu w czasie t_0 a rzeczywistym zarejestrowaniem wpływu, bądź rozchodu środków pieniężnych w okresie t_1, skutkuje generowaniem należności od odbiorców towarów i usług oraz *a contrario* zobowiązań operacyjnych, dotyczących m.in. pozycji zobowiązań podmiotu wobec kontrahentów z tytułu dostaw i usług niezbędnych do realizacji procesu produkcyjnego, a także zobowiązań m.in. z tytułu opłat o charakterze publicznoprawnym, ubezpieczeń czy zaległości dotyczących płac[184]. Należy także stwierdzić, że co do zasady, przedsiębiorstwo zmuszone jest utrzymywać określony poziom zapasów w postaci m.in. materiałów czy półproduktów niezbędnych do zachowania ciągłości produkcji, co stanowi zabezpieczanie przed utratą równowagi podsystemów logistycznych przejawiającej się utratą ciągłości łańcucha dostaw i wywołaniem dalszych reperkusji dotyczących przerwania *continuum* produkcji. Przedstawione zależności stwarzają podstawy samoregulacji w zakresie zachowywania właściwego dla warunków

[181] *Finansowanie przedsiębiorstwa – Strategie i instrumenty,* op. cit., s. 16.
[182] J. Iwin-Garzyńska, *Akumulacja wewnętrzna kapitału na tle teorii finansowania przedsiębiorstw,* Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Zarządzanie finansami firm: teoria i praktyka nr 1109, 2006, s. 275-285.
[183] S. Wrzosek, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2006, s. 83.
[184] *Finansowanie przedsiębiorstwa – Strategie i instrumenty,* op. cit., s. 17.

gospodarowania salda wpływów i wydatków środków pieniężnych w ramach krótkiej optyki czasowej, implikując tym samym poziom zakumulowanych środków pieniężnych dostępnych do gospodarowania podmiotu.

Rozpoznanie krótkookresowej równowagi finansów przedsiębiorstwa wymaga konstatacji, że zarówno należności z tytułu dostaw i usług, jak i magazynowane zapasy, a także księgowane zobowiązania operacyjne podlegają rotacji w czasie, związanej z cyklicznym regulowaniem należności, zużywaniem się czynników produkcji i spłatą zobowiązań względem wierzycieli przedsiębiorstwa, oraz dalszym zastępowaniem ich nowymi, adekwatnymi względem warunków gospodarowania[185]. Cykl rotacji wymienionych pozycji, tj. należności, zapasów i zobowiązań operacyjnych, stanowi iloraz poszczególnych z nich i odpowiadających im pozycji przychodowych bądź kosztowych, w zależności od przypisanego do konkretnej pozycji kierunku wektora przepływu pieniężnego. Tak więc okres rotacji należności wyznacza iloraz przeciętnego stanu należności w przedsiębiorstwie i przeciętnej wielkości przychodów ze sprzedaży, okres rotacji zapasów jest relacją przeciętnego stanu zapasów i dziennych kosztów sprzedanych produktów oraz usług, zaś okres rotacji zobowiązań operacyjnych wyznaczony jest przez stosunek przeciętnego stanu zobowiązań operacyjnych i przeciętnych kosztów sprzedanych produktów[186]. Pierwsze dwie ze zdefiniowanych miar, tj. okres rotacji należności oraz okres rotacji zapasów, są bezpośrednio powiązane z realizowaną funkcją maksymalizacji zysku, bowiem dotyczą sprawności działania w ramach działalności podstawowej, tworząc wspólnie cykl operacyjny. Cykl operacyjny pomniejszony o okres rotacji zobowiązań operacyjnych wyznacza z kolei cykl konwersji gotówki, czyli szybkości obiegu środków pieniężnych w przedsiębiorstwie. Wynika z tego, że długość cyklu konwersji gotówki determinuje warunki samoregulacji w przedmiotowym zakresie, bowiem uzależniony od niej jest poziom zapotrzebowania na dodatkowe środki pieniężne niezbędne do finansowania aktywów obrotowych wykorzystywanych w procesie produkcyjnym.

Wyrażony w dniach cykl konwersji gotówki, traktowany jako cykl opóźnienia netto, stanowi zasilenie informacyjne dla systemów samoregulacyjnych o długości okresu przez jaki środki pieniężne dostępne przedsiębiorstwu są ulokowane w aktywach

[185] M. Bolek, R. Wolski, *Związek cyklu konwersji gotówki ze wskaźnikami płynności przedsiębiorstw notowanych na GPW w Warszawie,* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Zarządzenie finansami firm: teoria i praktyka nr 158, Wrocław 2011, s. 29-33.
[186] J. Grzywacz, E. Jagodzińska-Komar, *Płynność finansowa przedsiębiorstwa,* Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2021, s. 73-78.

obrotowych, wykorzystywanych w bieżący sposób w realizowanej działalności podstawowej, a co z tego wynika o ewentualnym zapotrzebowaniu na dodatkowe środki pieniężne spoza zakresu kapitału obrotowego[187]. Skutkuje to zależnością, że gdy cykl operacyjny jest dłuższy, niż cykl rotacji zobowiązań powstaje luka finansowa będąca przejawem destabilizacji homeostatycznej w sferze finansów krótkoterminowych, wywołująca stan cząstkowej nierównowagi funkcjonalnej w postaci niedopłynności podmiotu[188]. Wskazane odchylenie homeostatyczne kompensowane jest przez zasady regulacyjne związane z wykorzystaniem w finansowaniu działalności operacyjnej kapitału stałego, czyli traktowanych łącznie kapitału własnego oraz zobowiązań o długim terminie wymagalności spłaty, w postaci kredytów i pożyczek, nadbudowujących niedostatki w bieżącej płynności przedsiębiorstwa, czyli w niezdolności do regulowania zobowiązań bieżących. Nadwyżka kapitału stałego nad aktywami trwałymi, do których finansowania kapitał stały powinien być angażowany jako stabilne i długookresowo związane z działalnością podmiotu źródło zasileń pieniężnych, definiowana jest jako aktywa obrotowe netto, bądź inaczej, jako kapitał pracujący. Włączenie w finansowanie działalności operacyjnej kapitału obrotowego netto implikowane jest bezpośrednio przez dążenia podmiotu do zachowania równowagi cząstkowej w zakresie ograniczenia ryzyka związanego z alokacją kapitału pieniężnego w mniej płynnych aktywach obrotowych oraz z potencjalnymi stratami wynikającymi z nieściąganych należności, a także niewykorzystywaniem w dostatecznie dużej ilości w procesie produkcyjnym zapasów, co skutkuje długookresowym zamrożeniem części środków pieniężnych[189]. Stan utraconej płynności podmiotu niejako uniemożliwia samofinansowanie działalności operacyjnej, ale również działalności rozwojowej podmiotu gospodarującego, tym samym zmuszając go do zaciągania zobowiązań po wyższym koszcie kapitału. Z tego względu przedsiębiorstwo nie jest zdolne rozwijać się zarówno kwantytatywnie, jak i funkcjonalnie, co w efekcie uniemożliwia mu optymalizację procesów gospodarczych.

Drugim ze stanów nierównowagi w zakresie krótkoterminowych finansów przedsiębiorstwa jest nadpłynność, generowana na skutek powielającej się w *continnum* funkcjonowania podmiotu ujemnej różnicy pomiędzy czasem trwania cyklu

[187] *Analiza płynności finansowej przedsiębiorstwa – płynność strukturalna, płynność potencjalna, zdolność płatnicza,* red. naukowa K. Kreczmańska-Gigol, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2020, s. 23-26.
[188] M. Kaczorowski, *Cykl konwersji gotówki a upadłość przedsiębiorstw,* Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 30, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Makro- i mikroekonomiczne zagadnienia gospodarowania, finansowania, zarządzania, Szczecin 2012, s. 172-173.
[189] B. Kołosowska, A. Tokarski, M. Tokarski, E. Chojnacka, *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw,* Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 102.

operacyjnego oraz cyklu rotacji zobowiązań[190]. Choć w odróżnieniu od nierównowagi cząstkowej przejawiającej się niedopłynnością podmiotu, nadpłynność nie zagraża zachowaniu ciągłości realizowanej działalności i nie skutkuje ograniczeniami prowadzenia działalności rozwojowej, to świadczy o niegospodarności wyrażonej nieefektywnością zastosowania posiadanych czynników i z tego tytułu ponoszonych przez podmiot kosztach utraconych korzyści niewykorzystania potencjału dostępnego kapitału pieniężnego. W omawianym wymiarze nierównowaga odnosi się bezpośrednio do zakumulowanej ponad krótkoterminowe potrzeby działalności jednostki nadwyżki środków pieniężnych, a co z tego wynika warunkuje rosnący stosunek pomiędzy stanem środków pieniężnych a zobowiązaniami krótkoterminowymi, czyli determinuje nadmiarową płynność gotówkową oraz malejący w czasie stosunek pomiędzy rejestrowanym zyskiem netto a posiadanym kapitałem własnym, czyli spadek rentowności kapitału własnego[191]. Przedsiębiorstwo dążąc do zachowania podporządkowanej kryterium efektywnościowemu dynamicznej homeostazy zmuszone jest kompensować omawiane odchylenie od stanu równowagi poprzez alokację kapitału pieniężnego w dodatkowych aktywach trwałych służących w długim terminie wzrostowi przychodów ze sprzedaży, bądź we właściwych instrumentach finansowych emitowanych przez inne podmioty, stając się niejako pasywnym beneficjentem efektów realizowanego przez te podmioty procesu gospodarowania i tym samym, co do zasady, odbierając sobie przymiot decydenta w ramach tego procesu.

Wykorzystanie dostępnego kapitału pieniężnego poprzez ulokowanie go w aktywach trwałych traktowane jest jako działalność inwestycyjna będąca zarówno sposobem długookresowego utrzymywania cząstkowej homeostazy w zakresie oczekiwanej redukcji nadpłynności gotówkowej, jak i jako zestaw działań służący poprawie i dalszemu umocnieniu pozycji konkurencyjnej w długim okresie, przede wszystkim przez dostarczenie nowych instrumentów, usprawniających i powodujących wzrost funkcjonalny systemu operacyjnego, bezpośrednio odpowiedzialnego za realizację celów działalności podstawowej podmiotu[192]. Przedstawiona optyka wpisuje się w temporalnie ujętą ścieżkę rozwoju podmiotu bowiem w długim okresie jednostka

[190] *Analiza płynności finansowej przedsiębiorstwa – płynność strukturalna, płynność potencjalna, zdolność płatnicza,* op. cit, s. 26.
[191] A. Adamczyk, P. Waśniewski, *Czy istnieje nadpłynność? Analiza związku między płynnością a rentownością,* Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 2 (92), Mierzenie i Ocena Wyników Przedsiębiorstw, 2018, s. 11-21.
[192] P. Filip, *Formy alokacji kapitału w przedsiębiorstwie,* Wydawnictwo Państwowej Wyższej Szkoły Zawodowej im. Prof. Stanisława Targowskiego w Tarnobrzegu, Tarnobrzeg 2013, s. 41-57.

gospodarująca dąży do ustawicznej poprawy swojej konkurencyjności, co znajduje swój wyraz zarówno w długookresowej równowadze majątkowej, wyrażanej dostosowanym do potrzeb operacyjnych i wyznaczonych celów długookresowych stanem majątku, oraz w równowadze w zakresie źródeł finansowania majątku trwałego przy wykorzystaniu kapitału stałego, czyli dobranego w odpowiedniej strukturze kapitału własnego oraz długoterminowego kapitału obcego. W tym kontekście należy zaznaczyć, że wymiarem samoregulacji, będącym jednocześnie niejako warunkiem dynamicznej równowagi sfery ekonomiczno-finansowej, zarówno w odniesieniu do działalności operacyjnej oraz związanych z nią kwestii rotacji należności, zapasów i zobowiązań krótkoterminowych, jak i w odniesieniu do działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw, jest właściwa proporcja pomiędzy kapitałami własnymi a kapitałami obcymi w strukturze finansowania aktywów[193]. Stwarza to ograniczenia realizowanej działalność inwestycyjnej przedsiębiorstwa w kontekście narzędzia przywracania homeostazy cząstkowej w sytuacji nadpłynności podmiotu. Ograniczenia te determinowane są z jednej strony przez konieczność realizacji funkcji minimalizacji kosztu kapitału, co wymusza niejako angażowanie kapitału obcego, tym samym ograniczając rolę zakumulowanej nadwyżki pieniężnej w finansowaniu aktywów długoterminowych. Z drugiej strony proces inwestycyjny musi odbywać się w zgodzie z możliwościami funkcjonalnymi systemów przedsiębiorstwa. Doprowadza to do konstatacji, że działalność inwestycyjna jest uzasadniona do momentu, w którym wraz z każdą zainwestowaną w aktywa trwałe jednostką kapitału pieniężnego, przy uwzględnieniu funkcji cząstkowej minimalizacji jego ceny, następuje przyrost użyteczności tych aktywów, co w odniesieniu do efektów dostarczanych przez działalność podstawową przyjmuje wymiar ich rentowności (*ROA – Return On Assets*), która odpowiada stosunkowi wartości generowanych zysków do wartości aktywów, a w kontekście działalności inwestycyjnej aktywów trwałych, wykorzystywanych w ujętym w *continnum* czasowym funkcjonowaniu podmiotu[194]. Wobec tego, w sytuacji, w której utrzymywać się będzie w czasie tendencja spadkowa rentowności aktywów, podmiot w określonych warunkach regulacyjnych nie ma zdolności do efektywnego rozwoju kwantytatywnego, bowiem pomimo wartościowego wzrostu przychodów ze sprzedaży wzrost ten jest wolniejszy od tempa wzrostu wartości

[193] *Finansowanie działalności gospodarczej w Polsce, wybrane aspekty,* red. nauk. I. Pruchnicka-Grabias, A. Szelągowska, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2006, s. 41-66.
[194] J. Dyktus, M. Gaertner, B. Malik, *Sprawozdawczość i analiza finansowa,* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2017, s. 119-121.

majątku angażowanego w działalność podstawową, a co z tego wynika dalsze lokowanie kapitału pieniężnego w aktywach związanych z procesem produkcyjnym, przy określonej sprawności procesów sfery operacyjnej, nie jest tak efektywne, jak w przypadku środków pieniężnych angażowanych w okresach przeszłych. Co z tego wynika, jeśli przedsiębiorstwo zarejestruje malejącą efektywność wyrażoną malejącą rentownością aktywów, bądź odnotuje, że architektura zasileń kapitałowych inwestycji nie jest właściwa z perspektywy kosztowej, zmuszone będzie poszukiwać alternatywnych sposobów kompensowania nierównowagi wyrażonej nadpłynnością.

Wykazane zależności stanowią podwalinę działań przedsiębiorstwa zmierzających do lokowania środków pieniężnych poza swoimi granicami instytucjonalnymi. W takiej sytuacji staje się ono dostarczycielem kapitału, niejako instytucją kredytującą i tym samym elementem rynku finansowego. Wobec tego operacje gospodarcze przedsiębiorstwa przyjmują wymiar nie wyłącznie funkcji realizowanych w ramach działalności podstawowej, ale także *stricte* w rozumieniu działalności inwestycyjnej[195]. Z jednej strony podmiot może ulokować kapitał pieniężny w papierach wartościowych emitowanych przez inne jednostki gospodarujące, przez co zyskuje prawo do partycypacji w zysku netto tych jednostek. Z drugiej strony może udostępniać kapitał pieniężny po określonej cenie, zarówno instytucją sektora bankowego, jak i sektora komercyjnego, oczekując jego zwrotu wraz z odsetkami w określonym terminie. Sposób zastosowania kapitału jest podyktowany koniecznością realizacji funkcji cząstkowej maksymalizacji użyteczności dostępnego kapitału, co przekłada się na wybór przedsięwzięć dostarczających największe możliwe dodatkowe korzyści względem wydatków na te przedsięwzięcia ponoszonych, w określonej perspektywie czasowej. Niemniej ogólna zasada stanowiąca o równowadze cząstkowej w wymiarze lokowania kapitału w podmiotach trzecich stanowi, że w długim terminie przedsiębiorstwo działając jako inwestor na rynku kapitałowym, oczekuje właściwej dla celów organizacyjnych stopy zwrotu, wyższej niż w przypadku potencjalnego a odrzuconego ze względu na przyjęte kryterium efektywnościowe, wariantu inwestycyjnego w rozumieniu inwestycji w rzeczowe aktywa trwałe[196]. Oczekiwana stopa zwrotu umożliwiać ma dalszą realizację funkcję korzyści właścicielskiej oraz uzyskiwanie finansowania właściwych składników majątkowych, zarówno w wymiarze składników obrotowych, jak i składników trwałych,

[195] M. Krajewski, *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwach,* ODDK, Gdańsk 2006, s. 10.
[196] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym,* red. G. Łukasik, Prace Naukowe. Akademia Ekonomiczna w Katowicach, Katowice 2007, s. 18-20.

które w zmienionych warunkach regulacyjnych, w czasie $t+1$ mają multiplikować efekty procesu gospodarowania realizowanego nie przez podmioty zewnętrzne, ale przez przedsiębiorstwo[197].

Wyznaczona przez równowagi cząstkowe odnoszące się do zarządzania dostępnym kapitałem pieniężnym w zakresie realizowanej działalności operacyjnej, finansowania tej działalności i działalności rozwojowej służącej wzrostowi działalności operacyjnej, oraz zastosowania dostępnych środków pieniężnych w ramach podejmowanych przedsięwzięć, ogólnoorganizacyjna, długoterminowa równowaga ekonomiczno-finansowa wymaga konstruktu regulatorów porządkujących zarówno relacje przedsiębiorstwa z całością systemu społeczno-gospodarczego, jak i regulatorów związanych ze stanowieniem reguł o funkcjonowaniu wewnętrznej gospodarki ekonomiczno-finansowej[198]. Regulatory te konstruowane są w oparciu o postępujący w czasie organizacyjny proces uczenia się, docelowo usprawniający mechanizm samoregulacyjny, którego fundamentem są tak przeszłe doświadczenia jednostki gospodarującej w zakresie utrzymywania homeostazy ekonomiczno-finansowej, jak i symetryzowane reguły funkcjonowania podmiotów w otoczeniu, które w przedmiotowym kontekście stanowią spójny regulator ekonomiczno-finansowy[199]. Przytoczony regulator, będący konstruktem wzajemnie powiązanych ze sobą instytucji oraz podmiotów, działa w obszarze swobody wyznaczonym przez skodyfikowane regulatory prawne a poprzez właściwe sprzężenia pomiędzy swoimi ogniwami umożliwia przepływ pieniądza oraz wyznacza zasady gospodarowania dostępnymi zasobami[200]. Wskazane ogniwa traktować należy w szerszej perspektywie niż wyłącznie otoczenie rynkowe przedsiębiorstwa bowiem nie składają się na nie jedynie konkurenci, odpowiadający za wielkość podaży, i konsumenci, stanowiący o wielkości popytu, ale także interesariusze w postaci instytucji finansowych tj. banki czy rynki finansowe, oraz państwo określające warunki przepływu energomaterialnego m.in poprzez ustalanie stóp procentowych, politykę monetarno-fiskalną, pozycjonowanie waluty na rynkach

[197] *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa,* red. nauk. A. Bielawska, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2009, s. 29-32
[198] *Samoregulacja w symetryzacji systemów przedsiębiorstw,* op. cit., s. 207.
[199] D. Krzemińska, *Finanse Przedsiębiorstwa,* Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 2005, s. 14-17.
[200] B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, *System finansowy w Polsce,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2003, s. 17.

międzynarodowych czy transfery socjalne[201]. W obrębie wskazanego konstruktu, przedsiębiorstwo zmuszone jest być zorientowanym dualnie, tzn. z jednej strony utrzymywać właściwą dla realizowanych celów wewnętrzną konfigurację zasobową umożliwiającą generowanie przez działalność podstawową oczekiwanych efektów w postaci m.in. zysku, z drugiej natomiast zapewniać wewnętrzne oraz zewnętrzne zasilenia kapitałowe będące podwaliną procesu gospodarowania[202]. Takie podejście niejako przenosi ciężar skuteczności procesów homeostatycznych w zakresie ekonomii i finansów przedsiębiorstwa na uwarunkowania endo i egzogenne jego funkcjonowania. Przyjmując wobec tego, że fundamentem procesu gospodarowania jest zapewnienie właściwych wiązek wejść do tego procesu, które w przedmiotowym kontekście oznaczają odpowiednie, dostosowane do warunków gospodarowania zasilenia pieniężne, dalej transformowane na odpowiedni, krótko- i długoterminowe aktywa wykorzystywane w procesie produkcyjnym, rozważenia wymagają uwarunkowania doboru tych zasileń, czyli warunki wyboru *sensu largo* najlepszych rozwiązań samoregulacyjnych w omawianym zakresie, przy uwzględnieniu reguł i ograniczeń zarówno endo, jak i egzogennych.

2.3. Uwarunkowania doboru zasileń pieniężnych w systemie ekonomiczno-finansowym przedsiębiorstw

Identyfikacja dynamicznej równowagi podmiotów gospodarujących jako rezultatu realizowanych endogennie procesów samoregulacyjnych skłania ku konstatacji, że procesy sfery realnej są kształtowane i porządkowane według zasad strukturalizowanych w odniesieniu do rejestrowanych w konkretnym punkcie czasoprzestrzeni uwarunkowań funkcjonowania jednostki. Takie podejście uzasadnia, że ujęte w czasie utrzymywanie się podmiotu w ścieżce realizacji celów, rozpatrywanej przez pryzmat ścieżki rozwojowej, stanowi wynik zachowania ciągłości równowag cząstkowych powstałych na skutek nieprzerwanie trwającego procesu samoregulacyjnego, którego efekty w swojej istocie, ze względu na ciągłą zmienność warunków funkcjonowania podmiotu i konieczność cyklicznego zastępowania starych

[201] M. Gorczyńska, K. Znaniecka, *Zarządzanie finansami w przedsiębiorstwie,* Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Zarząd Główny w Warszawie, Centralny Ośrodek Szkolenia Zawodowego, Warszawa 2008, s. 13-16.
[202] *Zarządzanie finansami – wydanie IV,* op. cit., s. 13.

regulacji nowymi, osadzone są w krótkiej perspektywie czasowej. Fluktuacja uwarunkowań otoczenia wraz z upływem czasu wymusza na podmiotach gospodarujących poszukiwanie i nieustanną aktualizację zasad sterowania procesami sfery realnej, a w ujęciu kompleksowym formuł realizowanego procesu gospodarowania. W tym kontekście fundamentalną rolę pełnią odpowiednio ukształtowane i dostosowane procesy sfery ekonomiczno-finansowej, która w swojej istocie stanowi węzłową oś samoregulacji pozostałych sfer funkcjonowania podmiotu ze względu na ostateczne wyrażanie efektów gospodarowania w obrębie każdej z tych sfer w jednostkach pieniężnych[203]. Przyczynowo-skutkowe, ujęte w czasie, postępowanie po sobie efektów samoregulacji szeroko rozumianej gospodarki ekonomiczno-finansowej umożliwia pozostawanie podmiotu w trendzie realizacji celu nadrzędnego długookresowego, czyli pomnażania wartości w czasie[204]. Wobec tego przyjąć należy, że podwaliną dynamicznej homeostazy podmiotu gospodarującego, a co z tego wynika jego rozwoju w czasie, są strukturalizowane w ramach sfery ekonomiczno-finansowej formuły działania, docelowo najlepsze w ujętych w konkretnym momencie *continnum* czasowego endo- i egzogennych warunkach regulacyjnych[205]. Jako, że podmiot dąży do wdrażania rozwiązań największe możliwe korzyści, słusznym wydaje się rozpoznanie procesu optymalizacji sfery ekonomiczno-finansowej jako specyficznego rodzaju procesu samoregulacyjnego realizowanego na określonym etapie rozwoju funkcjonalnego jednostki, przy przeniesieniu ciężaru rozważań na optymalizację zasileń pieniężnych przedmiotowej sfery jako warunku koniecznego właściwego funkcjonowania podmiotu, a także identyfikację kluczowych uwarunkowań determinujących jej przebieg.

W szerokim ujęciu optymalizację należy traktować jako proces poszukiwania wartości ekstremum – maksimum lub minimum – w ramach realizowanej funkcji celu w określonych warunkach ograniczających[206]. Transpozycja ogólnego ujęcia problemu optymalizacji na grunt funkcjonowania przedsiębiorstwa wymaga stwierdzenia, że w ramach realizowanego przez podmiot procesu gospodarowania, w wymiarze holistycznym optymalizacja odnosi się do statutowej, naczelnej funkcji celu ekonomiczno-finansowego w postaci maksymalizacji wartości będącej różnicą pomiędzy

[203] *Samoregulacyjne kształtowanie zachowań rynkowych przedsiębiorstw,* op. cit., s. 135.
[204] *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw,* op. cit., s. 13-14.
[205] G. Golawska-Witkowska, A. Rzeczycka, H. Zalewski, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa,* Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz 2006, s. 42-45.
[206] M. Ostwald, *Podstawy optymalizacji konstrukcji,* Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2005, s. 99

wartością wpływów a wartością wydatków[207]. Ze względu na mnogość realizowanych wiązek celów następuje podporządkowanie funkcji cząstkowych względem naczelnej funkcji celu ekonomiczno-finansowego w ramach trzech wyodrębnionych, wzajemnie sprzężonych obszarów samoregulacji kształtowania przepływów pieniężnych, odnoszących się do specyficznych fragmentów prowadzonej przez podmiot działalności. Należy wśród nich wyróżnić obszar działalności podstawowej, obszar opcji rzeczowych rozpatrywanych przez pryzmat zapewniania właściwej konfiguracji aktywów rzeczowych i ich wykorzystania w krótkim, jak i długim horyzoncie czasowym funkcjonowania przedsiębiorstwa, oraz obszar strukturalizacji kapitałowej, umożliwiającej przetrwanie organizacji w długim terminie poprzez umożliwianie materializacji kapitału pieniężnego w ramach prowadzonej działalności podstawowej oraz rozwojowej[208]. Sposób pomiaru efektów optymalizacji, warunkowany ogólnoorganizacyjnym kryterium maksymalizacji wartości w czasie, w każdym z wyodrębnionych obszarów jest dla niego immanentny i odnosi się do jego specyfiki. W zakresie działalności podstawowej kryterium cząstkowe optymalizacji przyjmuje formę maksymalizacji efektywności podejmowanych działań, której ogólną miarą jest zyskowność sprzedaży, w zakresie architektury aktywów maksymalizacji efektywności zainwestowanego w nie kapitału, a w zakresie finansowania działalności odpowiednim poziomem płynności, z jednej strony nie obniżającym poziomu rentowności zaangażowanego w działalność kapitału, z drugiej natomiast zapewniającym trwałość bytu organizacji[209]. Przedstawione podejście niejako przenosi ciężar optymalizacji na szeroko rozumiane zarządzanie kapitałem pieniężnym, jego alokację we właściwe składniki majątku i akumulację na skutek podejmowanych działań w określonych warunkach brzegowych. U podstaw zarządzania kapitałem pieniężnym znajduje się zależność, zgodnie z którą wykorzystywany w działalności podstawowej, krótkookresowej, ale i rozwojowej, strategicznej, majątek wymaga właściwych zasileń pieniężnych, pochodzących ze źródeł określanych mianem samofinansowania, jak i spoza granic instytucjonalnych podmiotu, których to dychotomia warunkuje podział na kapitał

[207] W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa wydanie 9*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2011, s. 13-21.
[208] A. Grzybowska, A. Cudowska-Sojko, *Kreacja wartości przedsiębiorstwa a konkurencyjność* w: Współczesne wyzwania rozwoju gospodarczego: polityka i kreacja potencjału. Cz. 1, Kreacja, innowacyjność, handel zagraniczny, red. E. Gruszewska, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2015, s. 72-73.
[209] E. Śnieżek, M. Wiatr, *Interpretacja i analiza przepływów pieniężnych; Ujęcie sprawozdawcze i menedżerskie*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2017, s. 174-199.

własny i obcy o różnym terminie zamrożenia w składnikach majątkowych i w działalności przedsiębiorstwa w ogóle. W efekcie, przy właściwej sprawności działania podmiotu docelowo minimalizowany jest czas trwania cyklu operacyjnego oraz powiązanego z nim cyklu konwersji gotówki, co warunkuje poziom kapitału pracującego[210].

Wyróżnione obszary samoregulacji kształtowania przepływów pieniężnych będących zasileniami finansowymi prowadzonej przez podmiot działalności tak w rozumieniu działalności, której efekty osadzone są w krótkiej, jak i długiej perspektywie czasowej, stanowią płaszczyzny, wewnętrznych, unikalnych dla konkretnej jednostki warunków ograniczających realizowaną funkcję optymalizacji w zakresie sfery ekonomiczno-finansowej. Jednakże traktowanie podmiotów gospodarujących jako bytów względnie odosobnionych, funkcjonujących w środowisku społeczno-gospodarczym wymusza identyfikację egzogennych uwarunkowań, pozostających poza zakresem swobody decyzyjnej podmiotu, które to podmiot jest zmuszony rozpoznawać i uwzględniać w trakcie optymalizacyjnej samoregulacji zasileń pieniężnych w ramach poszczególnych z wyodrębnionych obszarów cząstkowych. Wśród nich wskazać należy uwarunkowania osadzone zarówno w wymiarze regulacji prawnych, jak i w wymiarze rynkowym, które to dwa wymiary są ze sobą sprzężone[211].

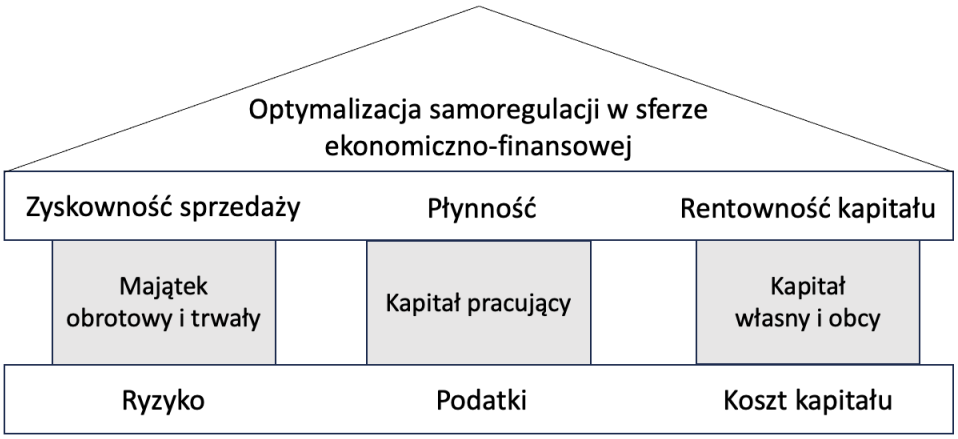
Rola państwa, rozumianego jako system norm prawnych, w relacji z przedsiębiorstwem sprowadza się między innymi do regulacji kwestii podatkowych. Wpływ przedmiotowych regulacji w odniesieniu do działalności przedsiębiorstwa należy rozpatrywać w kontekście sumy obciążeń z tytułu podatków bezpośrednich, które ostatecznie pomniejszają zasoby kapitału pieniężnego podatnika, ale także w kontekście różnego rodzaju opłat, których obligatoryjność poniesienia wynika z przepisów dotyczących na przykład wykorzystania gruntów, ubezpieczeń społecznych pracowników czy bezpieczeństwa i higieny pracy[212]. Jednocześnie państwo określa zasady obrotu gospodarczego oraz funkcjonowania przedsiębiorstw w obszarze szeroko rozumianego rynku. Rynek z kolei w odniesieniu do optymalizacji zasileń pieniężnych podmiotu należy rozpatrywać dwojako. Z jednej strony na otoczenie rynkowe składają

[210] M. Dyl, *Strategie finansowe przedsiębiorstw* w: *Wyzwania strategiczne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw,* red. E. Wrońska-Bukalska, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2013, s. 124.
[211] A. Letkiewicz, *Optymalizacja w procesie kształtowania wartości podmiotów gospodarczych* w: *Optymalna alokacja zasobów w systemach gospodarczych i gospodarujących,* red. nauk. A. Letkiewicz, M. Suchanek, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne Oddział w Gdańsku, Gdańsk 2014, s. 62-66.
[212] K. Bentkowska, *Wpływ instytucji formalnych na działalność przedsiębiorstw,* Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa nr 3, 2018, s. 33-43.

się konkurenci, determinujący wielkość podaży oraz konsumenci, kształtujący wielkość popytu. Przyjmując, że podstawą zachowania ciągłości działalności podmiotu w długim terminie jest generowanie dodatnich przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej *sensu largo,* i przychodów ze sprzedaży *sensu stricto,* co stanowi fundament samofinansowania podmiotu, warunkiem ograniczającym wykorzystanie potencjału rynkowego są działania podmiotów konkurujących. Pomniejszają one wielkość dostępnego dla zagospodarowania przez przedsiębiorstwo popytu, a co z tego wynika stanowią element zakłócający maksymalizację wpływów generowanych w ramach prowadzonej działalności operacyjnej[213]. Z drugiej strony przedsiębiorstwo jest podmiotem funkcjonującym na szeroko rozumianym rynku finansowym, z którego czerpie zasilenia pieniężne wykorzystywane na poczet finansowania działalności podstawowej, jak i działalności inwestycyjnej. Zasilenia kapitałowe, w rozumieniu kapitału pieniężnego, spoza instytucjonalnych granic przedsiębiorstwa warunkują obecność kapitału obcego w strukturze pasywów, który docelowo ma umożliwiać poszerzanie skali działalności w perspektywie strategicznej i stabilizować sytuację finansową przedsiębiorstwa w perspektywie krótkoterminowej[214]. Angażowane środki pieniężne obcego pochodzenia udostępniane są podmiotowi przez inwestorów, ale i dawców kapitału m.in. w postaci instytucji kredytujących – bankowych, bądź parabankowych. Szeroko rozumiani wierzyciele oczekują określonej stopy zwrotu przy przewidywanych przyszłych uwarunkowaniach funkcjonowania jednostki, co wraz z identyfikowanym przez kapitałodawców ryzykiem zaangażowania środków determinuje koszt powierzanego kapitału. Należy jednak stwierdzić, że optyka postrzegania ryzyka powinna być szersza niż wyłącznie przez pryzmat czynnika determinującego koszt pozyskiwanego kapitału, bowiem należy je traktować raczej jako zjawisko w swojej istocie niejednorodne, dotyczące zarówno kategorii ogólnoorganizacyjnych, jak i cząstkowych funkcji celu realizowanych w obrębie każdej z płaszczyzn działalności ujętych w perspektywie *ex ante*[215]. Stanowi więc, obok otoczenia rynkowego oraz regulacji prawnych rozpatrywanych przede wszystkim w kategoriach regulacji podatkowych, egzogenne uwarunkowanie doboru zasileń

[213] B. Orliński, *Czynniki kształtujące przepływy pieniężne z działalności operacyjnej,* Studia Oeconomica Posnaniesia nr 12 (1), 2013, s. 73-86.
[214] A. Duliniec, *Kapitał obcy w finansowaniu przedsiębiorstw – wyniki badań polskich spółek handlowych,* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 172, 2011, s. 51.
[215] K. Adamska, *Ryzyko w działalności przedsiębiorstwa – podstawowe zagadnienia* w: *Ryzyko w działalności przedsiębiorstwa – wybrane aspekty,* red. nauk. A. Fierla, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2009, s. 12-15.

pieniężnych[216]. Wskazane czynniki zewnętrzne wpływają na wewnętrzne procesy samoregulacyjne w zakresie realizowanych funkcji cząstkowych podporządkowanych naczelnej funkcji celu ekonomiczno-finansowego i tym samym warunkują filary optymalizacji sfery ekonomiczno-finansowej *sensu largo,* oraz zasileń pieniężnych *sensu stricto.* Filary samoregulacji w przedmiotowym zakresie obrazuje rysunek 5.



Rysunek 5. Filary optymalizacji procesów samoregulacji w sferze ekonomiczno-finansowej

Źródło: B. Majecka, A. Letkiewicz, *Samoregulacyjne kształtowanie zachowań rynkowych przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2020, s. 130.

Przedstawiona optyka rozpatrywania optymalizacji zasileń pieniężnych podmiotu skłania ku stwierdzeniu konieczności generowania w ramach realizowanego procesu samoregulacyjnego decyzji racjonalnych, tzn. podejmowanych z najlepszą wiedzą dotyczącą potrzeb podmiotu oraz warunków brzegowych jego funkcjonowania, tak wewnętrznych, jak i zewnętrznych, zarówno bieżących, jak i potencjalnych, przyszłych[217]. Należy, więc uznać, że postrzeganie procesu optymalizacyjnego wyłącznie w wymiarze perspektywy krótkookresowej byłoby podejściem niedostatecznym ze względu na fakt, że podmiot dążący do maksymalizacji naczelnej funkcji celu ekonomicznego zmuszony jest konstruować taki system informacyjno-decyzyjny, który prócz zachowania krótkoterminowej homeostazy umożliwiać będzie czynną, niejako

[216] W. Krzeszowski, *Identyfikacja i analiza ryzyka przyszłych przepływów pieniężnych,* Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu. Finanse i bankowość nr 972 (11), 2003, s. 101-107.
[217] *Samoregulacja w symetryzacji systemów przedsiębiorstw,* op. cit., s. 207

prospektywną, adaptację względem rejestrowanych warunków, zgodną z wyznaczonymi celami strategicznymi, czyli taką wewnętrzną transformację regulatorów, która z jednej strony będzie ustawicznie zwiększać sprawność i efektywność procesów wewnętrznych, z drugiej natomiast będzie w wymiernym stopniu oddziaływać na otoczenie spoza instytucjonalnych granic poprzez realizowane procesy sfery realnej jednostki[218]. Takie podejście umożliwia przypisanie procesowi optymalizacji charakterystyki procesu dostarczającego efekty w perspektywie średniookresowej, tzn. wykraczającej poza krótki horyzont czasowy, lecz wpisującej się w realizowaną przez podmiot strategię, oraz niejako wskazuje, że na skutek podejmowanych decyzji samoregulacyjnych podmiot przejawia określone zachowania[219]. Przenosząc przedstawioną logikę na płaszczyznę ekonomiczno-finansową, należy stwierdzić, że jej optymalizacyjna samoregulacja wpisuje się w strategię finansową podmiotu, która w szerokim ujęciu odnosi się do decyzji kierowniczych determinujących heterogeniczne zachowania z pogranicza inwestowania w majątek, redystrybucji zysku oraz pozyskiwania kapitału, czyli swoistego zarządzania środkami pieniężnymi poprzez ich materializację w ramach realizowanego procesu gospodarowania oraz powtórnego upłynnienia skutkującego wygenerowaniem wartości dodanej[220]. Mając, więc na uwadze, że optymalizacja systemu ekonomiczno-finansowego jest procesem podporządkowanym celowi nadrzędnemu oraz stanowionym względem niego celom cząstkowym osadzonym w wyróżnionych obszarach działalności słusznym wydaje się konstrukt macierzy powiązującej uwarunkowania endo- i egzogenne determinujące optymalizacyjne procesy samoregulacyjne odnoszące się do maksymalizacji zyskowności sprzedaży, utrzymywania właściwego poziomu płynności oraz minimalizacji kosztu kapitału, czyli *de facto* płaszczyzn optymalizacji zasileń kapitałowych. Wymiary cząstkowe uwarunkowań optymalizacji zasileń pieniężnych przedstawia rysunek 6.

[218] *Adaptacja organizacji i jej elementy z perspektywy ujęcia systemowego*, op. cit., s. 64
[219] A. Letkiewicz, *Gospodarowanie w transporcie samochodowym – wybrane zagadnienia,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2006, s. 79.
[220] Wilimowska Z., Wilimowski M., *Sztuka zarządzania finansami,* Oficyna Wydawnicza Ośrodka Postępu Organizacyjnego, Bydgoszcz 2001, s. 712.



Rysunek 6. Cząstkowe wymiary uwarunkowań optymalizacji zasileń pieniężnych

Źródło: B. Majecka, A. Letkiewicz, *Samoregulacyjne kształtowanie zachowań przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2020, s. 136

Jako optykę postrzegania poszczególnych z wyróżnionych wymiarów optymalizacji zasileń pieniężnych należy przyjąć perspektywę podmiotu, z jednej strony będącego właścicielem procesu samoregulacji, z drugiej strony opierającego ciągłość swojego bytu o samofinansowanie działalności, przede wszystkim przyjmujące formę sprawnie funkcjonującej działalności operacyjnej. W związku z tym słusznym wydaje się rozpocząć rozważania od omówienia kryteriów kształtowania dodatnich przepływów pieniężnych będących zasileniami sfery ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa od uwarunkowań odnoszących się bezpośrednio do jego działalności podstawowej, czyli zagadnień z zakresu maksymalizacji wartości sprzedaży oraz powiązanego z nią kosztu kapitału, węzłowo ujętych jako koszt zamrożenia kapitału. Koszt zamrożenia kapitału, utożsamiany z pozycją zapasów stanowi jeden z filarów tzw. kosztów logistyki[221]. Wyznaczany jest przez składową między innymi takich kategorii jak rodzaj magazynowanych zapasów, ich wielkość, nakład pracy żywej i uprzedmiotowionej niezbędnej do jego utrzymania, pozycje związane z wewnątrzmagazynowym transportem oraz czas w jakim środki pieniężne są materializowane w postaci zapasów. Polityka

[221] A. Weseli, *Jak minimalizować koszy utrzymania zapasów,* Sieć Badawcza Łukasiewicz – Poznański Instytut Technologiczny, Logistyka nr 1, 2003, s. 15-18.

zarządzania zapasami, podporządkowana funkcji cząstkowej maksymalizacji sprzedaży, powinna dążyć do minimalizacji kosztów zamrożenia w nich kapitału, przy zdefiniowaniu poziomu zapasów traktowanych jako odpowiednie względem bieżących potrzeb przy uwzględnieniu specyfiki branży, w której podmiot funkcjonuje, i zapewnienia *continuum* działalności produkcyjnej w momencie zastoju w łańcuchach logistycznych[222]. Niemniej, mając na uwadze, że koszt zamrożenia kapitału pomniejsza dodatnie przepływy pieniężne uznać należy, że przy uwzględnieniu czasu trwania cyklu operacyjnego istotnie rzutuje na wielkość generowanych zasileń pieniężnych w ramach działalności podstawowej oraz wynikającą z nich bieżącą płynność podmiotu, czyli zdolność do regulowania zobowiązań krótkoterminowych bezpośrednio związanych z wykorzystywanym czynnie, bądź zalegającym w magazynach majątkiem obrotowym, do którego finansowania są wykorzystywane. Wobec tego, w ujęciu fragmentarycznym odnoszącym się do polityki zarządzania zaspami w ramach realizowanego procesu produkcyjnego, optymalizacja wiąże się z takim kształtowaniem wolumenu zapasów, wyrobów gotowych i materiałów, by z jednej strony możliwie minimalizować jego negatywny wpływ na zdolność samofinansowania podmiotu i postępującą akumulację finansową, z drugiej strony nie dopuszczać do przekraczania progów ostrzegawczych, wyznaczanych przez rozmyślenie stanowione przez podmiot w ramach realizowanej strategii finansowej wielkości minimalnej oraz maksymalnej dopuszczalnej płynności, jednocześnie minimalizując zagrożenie niewypłacalności podmiotu i maksymalizując rentowność kapitału[223].

Koszt zamrożenia kapitału wpisuje się w problematykę średnioważonego kosztu kapitału wykorzystywanego w działalności przedsiębiorstwa ogółem. Cząstkowa optymalizacja w zakresie minimalizacji średnioważonego kosztu wykorzystywanego kapitału odnosi się bezpośrednio do takiego doboru źródeł zasileń pieniężnych, który umożliwi maksymalizację zalet poszczególnych z nich przy jednoczesnej minimalizacji kosztu ich wykorzystania. Zakres samoregulacji przedsiębiorstwa w tej materii odnosi się do takiej strukturalizacji finansowania aktywów, zarówno obrotowych, jak i trwałych, by koszt kapitału pieniężnego był minimalizowany przy określonym ryzyku definiowanym jako wynikające ze zmienności i nieprzewidywalności otoczenia prawdopodobieństwo

[222] S. Juszczyk, M. Tymińska, *Sterowanie zapasami materiałowymi firmy – aspekty ekonomiczne i organizacyjne,* Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej, nr 76, Warszawa 2009, s. 165.
[223] G. Michalski, *Optymalny poziom płynności finansowej – propozycja wyznaczania,* Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu. Finanse i Bankowość, nr 970 (10), 2003, s. 30-39.

poniesienia strat lub źródło potencjalnych odchyleń od oczekiwanych rezultatów[224]. Stanowione normy optymalizacyjne powinny więc uwzględniać, w zakresie wykorzystania kapitału własnego, potencjalne, utracone korzyści zastosowania zakumulowanych środków pieniężnych w finansowaniu działalności tak bieżącej, jak i inwestycyjnej, w postaci kosztu alternatywnego oraz negatywnego wpływu ich spożytkowania wyrażonego pomniejszeniem zasobów kapitałowych, a co z tego wynika redukcję możliwości realizacji korzyści właścicielskiej. Należy także stwierdzić, że wielkość zakumulowanego kapitału własnego jest ograniczona, a w związku z tym możliwości rozwojowe również byłyby ograniczone w sytuacji niewykorzystania obcych źródeł zasileń pieniężnych[225]. Dodatkowo warunkiem optymalizacji wyrażonej minimalizacją kosztu kapitału, jest zastosowanie mechanizmu dźwigni finansowej, który choć ryzykowny poprzez konieczność zwrotu środków pieniężnych w określonym terminie, to umożliwia zmniejszenie podstawy opodatkowania o część odsetkową[226]. Uwzględnienie w procesie optymalizacji zasileń pieniężnych warunków brzegowych dotyczących możliwie niskiego średnioważonego kosztu kapitału wykorzystywanego do finansowania działalności pośrednio implikuje wyznaczenie progu rentowności przedsiębiorstwa, który stanowi równowartość iloczynu wielkości produkcji i marży pokrycia, będącej różnicą pomiędzy przychodami ze sprzedaży a kosztami zmiennymi, oraz kosztów stałych, w które wpisuje się wykorzystywany kapitał obcy wraz z odsetkami[227]. Wobec tego średnioważony koszt kapitału jest determinantą efektywności poszczególnych z rozwiązań dotyczących finansowania, a mając na uwadze, że maksymalizacja efektywności wszelkiego rodzaju przedsięwzięć wpisuje się w naczelną funkcję celu maksymalizacji wartości w czasie, decyzje samoregulacyjne w zakresie pozyskania zasileń pieniężnych spoza instytucjonalnych granic i dalszego wykorzystania środków pieniężnych w prowadzonej działalność, tak bieżącej, jak i inwestycyjnej, podporządkowane powinny być regułom minimalizacji kosztu kapitału, przy uwzględnieniu dopuszczalnego ryzyka[228].

Wybór szeroko rozumianej polityki zarządzania zapasami oraz realizowany cykl

[224] D. Dziawgo, A. Zawadzki, *Finanse przedsiębiorstwa -istota – narzędzia - zarządzanie,* Stowarzyszenie Księgowych w Polsce – Zarząd Główny w Warszawie, Warszawa 2011, s. 157-159.
[225] J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura,* Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012, s. 16.
[226] A. Duliniec, *Wybór finansowania a optymalna struktura kapitału w przedsiębiorstwie,* Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 855, Finanse, Rynki, Ubezpieczenia nr 74, t. 2, 2015, s. 73-82.
[227] A. Żwirbla, *Próg rentowności a ocena siły dochodowej przedsiębiorstwa,* Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości, tom 74 (130), Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2013, s. 132.
[228] *Cost of capital and risk in management and quality science,* op. cit., s. 236-238.

operacyjny, a także przyjęta w oparciu o określone węzłowe uwarunkowania strategia finansowania traktowane powinny być w kategoriach czynników decyzyjnych. Należy jednak stwierdzić, że dobór zasileń kapitałowych przedsiębiorstwa funkcjonującego w systemie społeczno-gospodarczym jest bezpośrednio uzależniony od obowiązujących regulatorów prawnych z zakresu podatków, którym podmiot zobligowany jest się podporządkować. Węzłowe uwarunkowania wyznaczane przez system podatkowy oraz podstawowe płaszczyzny samoregulacji ekonomiczno-finansowej, w postaci realizowanych w *continnum* działalności funkcji cząstkowych maksymalizacji zysku i rentowności kapitału oraz kształtowania właściwego poziomu płynności, w istotny sposób ograniczają możliwości decyzyjne w obszarze kształtowania zasileń pieniężnych, pozostawiając decydentom enumeratywnie wskazany w regulatorach prawnych katalog możliwych do zastosowania rozwiązań w zakresie omawianej, fragmentarycznej optymalizacji[229]. Uwarunkowania optymalizacji w przedmiotowym zakresie poprzez skodyfikowanie są stosunkowo łatwe do identyfikacji i odnoszą się w jednolity sposób do każdego funkcjonującego w obrębie konkretnego rynku podmiotu, w obszarze wykorzystywanego majątku, kapitału pracującego, *sensu largo* struktury finansowania oraz efektów dostarczanych przez poszczególne z rodzajów prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności. W szerokim ujęciu optymalizację odnosząca się do kwestii podatkowych należy rozpatrywać przez pryzmat możliwie dużego zmniejszenia obciążeń podatkowych, do których poniesienia podmiot jest obowiązany. Wobec tego wszelkie decyzje samoregulacyjne między innymi dotyczące wyboru formy organizacyjno-prawnej, sposobu opodatkowania, rozmiarów prowadzonej działalności, w rozumieniu posiadania statusu małego, bądź dużego podatnika, wykorzystania ulg i preferencji podatkowych, a także sposobu dokonywania odpisów amortyzacyjnych powinny być podporządkowane temu kryterium[230]. Optymalizacja podatkowa, rozumiana jako dobór w granicach obowiązującego prawa, rozwiązań umożliwiających możliwie dużą akumulację środków pieniężnych poprzez maksymalizację zysku netto lub ogólnie środków finansowych pozostających do wykorzystania po opodatkowaniu, wpisana powinna być w strategię finansową podmiotu, bowiem decyzje w zakresie polityki podatkowej oraz ich skutki wpływają na ponoszone przez podmiot koszty i ryzyko, co

[229] A. Białek-Jaworska, A. Dzik, N. Nehrebecka, *Wpływ polityki monetarnej na źródła finansowania przedsiębiorstw w Polsce w latach 1995-2012*, Materiały i Studia nr 304, Narodowy Bank Polski, Instytut Ekonomiczny, Warszawa 2014, s. 20-38.
[230] K. Gruziel, *Istota i założenia optymalizacji podatkowej – wybrane aspekty*, Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej, nr 77, 2009, s. 176-185.

w konsekwencji implikuje trwałość bytu przedsiębiorstwa w czasie[231]. Wobec tego, również w tej materii podmiot jest zobligowany do antycypacji i rejestracji zdarzeń zachodzących w jego otoczeniu, gdyż zmienność prawa w omawianym zakresie w istotny sposób wpływa na funkcjonowanie sfery ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa, oraz jej bezpośrednich powiązań z działalnością operacyjną, przede wszystkim w zakresie fluktuacji obciążeń związanych z dochodem, jak i z działalnością rozwojową, na przykład w zakresie rentowności konkretnego wariantu inwestycyjnego.

Trzecim z uwarunkowań, węzłowo powiązanym z poszczególnymi płaszczyznami optymalizacyjnej samoregulacji zasileń pieniężnych sfery ekonomiczno-finansowej jest ryzyko, które jest czynnikiem najtrudniejszym do identyfikacji, bowiem w swojej istocie jest nieokreślone i niejednorodne. Ontologicznie, ryzyko ma charakter prospektywny i związane jest z przyszłymi rezultatami podejmowanych działań, tak w kategorii działań, których efekty są docelowo osadzone w krótkiej perspektywie czasowej, jak i działań odnoszących się do długiej perspektywy. Jego źródło umiejscowione jest zarówno w otoczeniu mikroekonomicznym, jak i makroekonomicznym, wobec czego podmiot musi niejako dywersyfikować percepcję warunków działalności oraz antycypować ich zmienność[232]. Należy więc stwierdzić, że w ramach procesów doboru zasileń pieniężnych, przedsiębiorstwo zobligowane jest do wykształcenia właściwego sposobu zarządzania ryzykiem, przede wszystkim finansowym, ale i operacyjnym czy strategicznym, co umożliwi przyjęcie wobec niego właściwej postawy, umożliwiającej efektywne gospodarowanie i rozwój. Szczególnie istotną kwestią w tym zakresie wydaje się zarządzanie ryzykiem strategicznym, bowiem z jednej strony im dłuższy horyzont czasowy postrzegania zmienności warunków tym wyższy stopień prawdopodobieństwa odchyleń od przewidywanego przyszłego rezultatu, z drugiej natomiast przedsiębiorstwo zmuszone jest uwzględniać w zarządzaniu ryzykiem strategicznym zarówno perspektywę wydatkową, w krótkim terminie, jak i docelowo przychodową, w długim, co potęguje konieczność kompleksowego podejścia[233]. Traktując, więc ryzyko jako najbardziej nieuchwytny i heterogeniczny czynnik determinujący procesy samoregulacyjne słusznym wydaje się wnikliwie rozpoznanie

[231] J. Iwin-Garzyńska, *Nowe oblicza optymalizacji podatkowej w Polsce,* Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, nr 5 (83), 2016, s. 97.
[232] J. A. Kaszowska, J. L. Santos, *Rola percepcji ryzyka i niepewności w ocenie ryzyka systemowego. Podejście symulacyjne ABM,* Ekonomista, nr 4, 2017, s. 372-376.
[233] J. Radomska, *Inkoherencja relacji pomiędzy ryzykiem strategicznym a operacyjnym w zarządzaniu strategicznym*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 444, 2016, s. 400-410.

jego roli w działalności przedsiębiorstwa, a w szczególności w zakresie kształtowania zasileń pieniężnych działalności rozwojowej, bowiem w znacznej mierze od nich uzależniona jest efektywność realizowanych inwestycji, niezbędnych do przetrwania i wzrostu podmiotu w czasie.

ROZDZIAŁ 3. RYZYKO W FUNKCJONOWANIU PRZEDSIĘBIORSTW

3.1. Ryzyko w działalności podmiotów gospodarujących

Ujęta w czasie działalność przedsiębiorstwa, rozpatrywana przez pryzmat zachowanego *continnum* podporządkowanego kryterium efektywnościowemu procesu gospodarowania, wiąże się z ciągłością osiągania przez podmiot, stanowionych samoregulacyjnie w perspektywie *ex ante,* pożądanych stanów przyszłych, których rozmyślne, logiczno-wynikowe postępowanie umożliwiać ma utrzymywanie się jednostki w trendzie realizacji celów nadrzędnych, długookresowych, przede wszystkim w postaci przetrwania, rozwoju i poprawy pozycji konkurencyjnej oraz maksymalizacji wartości rynkowej. Przyjmując optykę stanowiącą, że podmioty gospodarujące są systemami otwartymi, przez cały czasokres swojego funkcjonowania rejestrującymi zdarzenia gospodarcze zachodzące w i poza ich strukturami oraz prowadzącymi ciągłą wymianę informacji i energomaterii z otoczeniem, wyznaczona samoregulacyjnie, posiadająca logicznie sprzężone w czasie etapy, przyczynowo skutkowa ścieżka osiągania wyznaczonych celów obciążona jest możliwością procesowego odchylenia od oczekiwanego stanu przyszłego na skutek przekształceń regulatorów wyznaczających jej warunki brzegowe[234]. Taka optyka warunkuje stwierdzenie, że dążenia jednostek gospodarujących podlegają potencjalnemu naruszeniu stabilności procesowej, co uzasadnia, że dynamiczna równowaga, rozumiana jako utrzymywanie się jednostki w pożądanej ścieżce realizacji kolejnych etapów gospodarowania na skutek konstruktu właściwych norm oraz ich przełożenia na działania sfery realnej, jest wyłącznie stanem przejściowym i ulotnym, a rozpatrywane odchylenie nie tyle co jest nieuniknione, co jego zaistnienie, ze względu na mnogość warunków niezbędnych do uwzględnienia, podobnie jak i ich hipotetycznej, przyszłej transformacji, jest prawdopodobne, często w możliwym do określenia stopniu[235]. Przedstawione podejście skłania do rozpoznania istoty potencjalnej niestabilności procesowej oraz jej źródeł, a także identyfikacji jej wpływu na działalność podmiotów gospodarczych osadzoną w określonych horyzontach

[234] A. Manikowski, *Ryzyko w ocenie projektów gospodarczych – modele i metody analizy,* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2013, s. 27-28.
[235] *Przedsiębiorstwo a narastająca niestabilność otoczenia,* red. nauk. R. Sobiecki, J. W. Pietrewicz, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2012, s. 33.

czasowych.

U podstaw rozważań nad prospektywnie ujętą możliwością wystąpienia zmian warunków brzegowych powodujących odchylenia od pożądanej ścieżki realizacji procesu gospodarowania przedsiębiorstwa znajduje się paradygmat definiujący procesy gospodarcze nie jako procesy deterministyczne, przenoszące bezpośrednio działania w czasie t_0 na stan w czasie t_1, ale jako procesy stochastyczne[236]. Oznacza to, że osadzona w *continnum* czasowym, obejmującym okres od utworzenia podmiotu gospodarującego, aż do jego likwidacji, działalność jednostki stanowi funkcję zależną od czasu, której wartości zmieniają się w każdym jego punkcie. Determinowane jest to przez określoną rodzinę zmiennych losowych usytuowanych w otoczeniu, wewnętrznym i zewnętrznym, bliższym i dalszym, przedsiębiorstwa, co na skutek powiązań z systemem podmiotu traktować należy jako swoistą przestrzeń probabilistyczną, rozpatrywaną jako strukturę dającą sposobność deskrypcji przebiegu procesów losowych na podstawie dopuszczalnych zdarzeń elementarnych, wywołanych przez zmiany nacechowania i wartości norm właściwych regulatorów. Występowanie przedmiotowych zdarzeń elementarnych, w rozumieniu zdarzeń gospodarczych, określane jest na właściwej przestrzeni mierzalnej, czyli dziedzinie dopuszczającej przypisanie poszczególnym z nich w wybranym momencie, konkretne, skwantyfikowane wartości[237]. Takie podejście skłania ku stwierdzeniu, że podejmowane przez podmiot działania w czasie t_0, stanowiące element ujętego w czasie procesu, podlegają określonemu bodźcowaniu przez czynniki, które mogą, lecz nie muszą, być rozpoznane przez jednostkę, w zależności od zdolności percepcyjnych, a na skutek przywołanego bodźcowania stan osiągnięty w czasie t_1 może posiadać inne nacechowanie i wartości, niż *a priori* przyjęte na podstawie prognozowania w czasie t_0. Doprowadza to do konstatacji, że gospodarowanie jednostki, którego skutki są ujęte w perspektywie *ex ante*, odbywać może się zarówno w warunkach niepewności mierzalnej, jak i w warunkach niepewności niemożliwej do kwantyfikacji[238].

Niepewność niemierzalna oraz niepewność mierzalna, określana mianem ryzyka, zarówno w ujęciu interdyscyplinarnym, jak i *stricte* na gruncie teorii funkcjonowania

[236] M. Witkowski, *Ryzyko gospodarcze i jego pomiar – zagadnienia wybrane,* Państwowa Zawodowa im. Prezydenta Stanisława Wojciechowskiego w Kaliszu, Kalisz 2009, s. 7.
[237] A. Plucińska, E. Pluciński, *Probabilistyka: statystyka matematyczna, procesy stochastyczne, rachunek prawdopodobieństwa,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2017, s. 321-339.
[238] M. Capiga, H. Ogrodnik, *Ryzyko w działalności przedsiębiorstwa, banku i zakładu ubezpieczeń,* Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2007, s. 14-15.

przedsiębiorstw, są pojęciami ontologicznie powiązanymi, jednakże rozbieżnymi pod względem konsekwencji implikowanych dla działań podmiotów gospodarujących[239]. Niepewność niemierzalna wydaje się być bardziej skonkretyzowana i wewnętrznie jednorodna, ponieważ utożsamiana powinna być z *sensu largo* wątpliwością oraz nieokreślonością potencjalnych konsekwencji podjętych działań, tym samym stwarzając sytuację niemożności identyfikacji wariantów przyszłych zdarzeń[240]. Oznacza to, że nie podlega regułom rachunku prawdopodobieństwa, stanowiących immanentną cechę ryzyka, ale związana jest raczej z subiektywnym postrzeganiem przez podmiot warunków brzegowych funkcjonowania i ich zmienności w czasie[241]. Wobec tego powiązania pomiędzy niekwantyfikowalną niepewnością skutków działań a kwantyfikowalnym ryzykiem poszukiwać należy na płaszczyźnie epistemologicznej, gdyż *de facto*, poprzez osadzenie w formułach matematycznych, ryzyko stanowi czynnik obiektywizacji zmienności warunków gospodarowania w czasie, nadając określony probabilizm zaistnienia zdarzeń w przyszłości[242]. Uzasadnia to twierdzenie, że przyjmuje ono rolę korelatora subiektywnej percepcji rzeczywistości z faktycznymi warunkami brzegowymi działań[243]. Słusznym, więc wydaje się być optyka zgodnie, z którą ryzyko jest specyficznym rodzajem niepewności, w swojej istocie nie determinującym jednoznacznie wyniku podejmowanych działań, ale pozwalającym określić jego warianty, a także definiującym, poprzez właściwe miary, szanse wystąpienia poszczególnych z nich[244].

Dążenia podmiotów gospodarujących do podejmowania aktywności najbardziej racjonalnej, docelowo przynoszącej największe możliwe korzyści w myśl kryterium efektywnościowego w określonej perspektywie czasowej, wymuszają minimalizację w *continnum* funkcjonowania stanu niepewności niemierzalnej, tym samym skłaniając do estymacji skutków podejmowanych działań[245]. Przewidywanie i szacowanie przez jednostkę wyniku postępowania stanowi prospektywny pogląd na skuteczność realizacji

[239] M. Bochenek, *Kilka refleksji na temat kryzysu, ryzyka i niepewności,* Roczniki Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Toruniu nr 11, 2012, s. 110-112.
[240] A. Chyliński, *Podglądanie ryzyka. Dyktat założeń.,* Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2015, s.14-18.
[241] C. A. Williams Jr., M. L. Smith, P. C. Young, *Zarządzanie ryzykiem a ubezpieczenia,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2002 s. 28.
[242] M. Bochenek, *Ryzyko i niepewność w naukach ekonomicznych – rozważania semantyczne,* Ekonomia – Economics nr 4(21), 2012, s. 53-54.
[243] T. Michalski, *Ryzyko w działalności człowieka*, w: *Podstawy ubezpieczeń. Mechanizmy i funkcje,* red. J. Monkiewicz, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2000, s. 25
[244] *Ryzyko gospodarcze i jego pomiar – zagadnienia wybrane*, op. cit., s. 8.
[245] T.T. Kaczmarek, *Zarządzanie ryzykiem. Ujęcie interdyscyplinarne.,* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2010, s. 72-73.

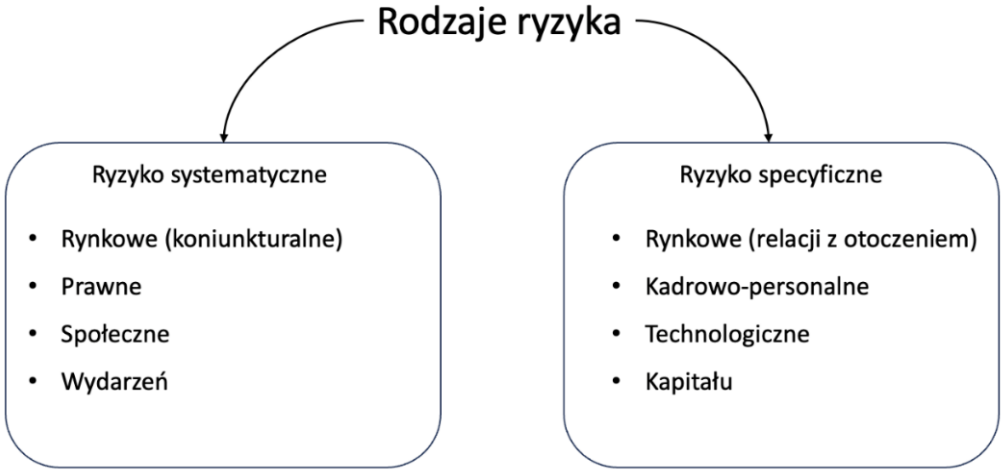
jej celów krótko- i długookresowych, a także umożliwia przygotowanie się do adaptacji, w rozumieniu potencjalnej kompensacji odchyleń *in plus*, bądź *in minus* od ścieżki ich realizacji. Przedmiotowa kompensacja dokonywana jest na skutek samoregulacyjnego przeformułowania norm procesu gospodarowania w sytuacji zmiany warunków brzegowych, która to zmiana wywołuje zaburzenia w przyczyno-skutkowym, rozmyślnie stanowionym, ciągu dostarczania efektów działań. Należy jednak stwierdzić, że ze względu na mnogość warunków, które muszą zostać wzięte pod uwagę w procesie samoregulacyjnego wyznaczenia sposobu postępowania w perspektywie przyszłej, ryzyko występujące w działalności jednostki nie jest jednorodne, a jego pełne i koherentne rozpoznanie wymaga przypisania jego występowania do płaszczyzny przestrzeni systemu społeczno-gospodarczego oraz perspektywy czasowej jego przekształceń. Taka optyka doprowadza do konkluzji, że w celu zachowania ciągłości działań oraz rozwoju podmiot gospodarujący zmuszony jest uwzględniać w procesach samoregulacyjnych, warunkujących sposób postępowania w obszarze sfery realnej, zarówno zmienność warunków brzegowych wyznaczającą ryzyko systematyczne, jak i ryzyko specyficzne[246].

Podział ryzyka w działalności przedsiębiorstwa na ryzyko systematyczne i ryzyko specyficzne, traktowane również jako ryzyko indywidualne, odnosi realizowany proces gospodarowania do zmienności dwóch rodzajów kategorii – stanowionych przez regulatory podstawowe, wyższego rzędu, na których formuły przedsiębiorstwo nie wywiera bezpośredniego wpływu poprzez swoją aktywność, ale zmuszone jest zważać na nie w procesach homeostatycznych, oraz kategorii, których nacechowanie i kształt mogą być w wymiernym stopniu przekształcane na skutek działań jednostki[247]. Ryzyko specyficzne, będące ryzykiem względnie kontrolowalnym, jest ontologicznie dychotomiczne, gdyż z jednej strony poprzez określone zachowania jednostka może wpływać na normy i postawy interesariuszy zewnętrznych. Z dwukierunkowości tej relacji wynika wpływ instytucji egzogennych na przedsiębiorstwo, co stanowi, że ryzyko w omawianym wymiarze występuje na skutek rejestrowanej zmienności podmiotów znajdujących się w zbliżonej czasoprzestrzeni, mających, poprzez pozostawanie z jednostką w ścisłych relacjach wymiany energomaterii i informacji, przełożenie na jej

[246] W. Tarczyński, M. Mojsiewicz, *Zarządzanie ryzykiem,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001, s. 17.
[247] B. Noga, M. Noga, *Zarządzanie ryzykiem w procesie podejmowania decyzji ekonomicznych przez organizacje,* Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2019, s. 35-36.

dynamiczną homeostazę i przez to utrzymywanie się w ścieżce przyczynowo-skutkowego postępowania pożądanych stanów przyszłych[248]. Z drugiej natomiast strony, przyjmując słuszność twierdzenia o autonomii samoregulacyjnej podmiotów gospodarujących, ryzyko specyficzne związane jest także z rozmyślnym przekształcaniem endogennych formuł działania, którego efekty mogą być nieadekwatne względem pozostałych warunków gospodarowania, zarówno w rozumieniu uwarunkowań wewnętrznych fragmentarycznych struktur funkcjonalnych, jak i warunków pozostających poza granicami organizacji, a tym samym może hipotetycznie powodować odmienne od zamierzonych konsekwencje względem ścieżki realizacji wyznaczonych prospektywnie celów[249]. Przedstawione podejście wiąże występowanie ryzyka w działalności przedsiębiorstw z przekształceniami *sensu largo* otoczenia zewnętrznego, dalszego i bliższego, oraz z transformacją fragmentarycznych, powiązanych struktur funkcjonalnych systemu znajdującego się w ramach instytucjonalnych podmiotu, wyznaczając grupę uwarunkowań, co do zasady niekontrolowalnych, formułujących ryzyko systematyczne, oraz szereg warunków kontrolowalnych, bądź względnie kontrolowalnych, stanowiących składowe ryzyka specyficznego[250]. Cząstkowe obszary poszczególnych z rodzajów ryzyka przedstawia rysunek 7.

[248] *Ryzyko w działalności przedsiębiorstwa – podstawowe zagadnienia,* op. cit., s. 14-15.
[249] M. Wieczorek-Kosmala, *Finanse małego przedsiębiorstwa w teorii i praktyce zarządzania* w: *Finanse małego przedsiębiorstwa w teorii i praktyce zarządzania,* red. H. Zadora, Wydawnictwo C.H Beck, Warszawa 2009, s. 149-152.
[250] K. Janasz, *Ryzyko i niepewność w gospodarce – wybrane aspekty,* Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 560, 2009, s. 90.



Rysunek 7. Cząstkowe obszary ryzyka systematycznego i specyficznego w działalności przedsiębiorstw

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: M. Capiga, H. Ogrodnik, *Ryzyko w działalności przedsiębiorstwa, banku i zakładu ubezpieczeń,* Prace Naukowe AE w Katowicach, Katowice 2007, s. 22.

Identyfikację poszczególnych z obszarów cząstkowych ryzyka w działalności przedsiębiorstw oraz ich znaczenia dla realizowanego przez jednostki procesu gospodarowania należy rozpocząć od rozpoznania składowych ryzyka systematycznego, jako ryzyka odnoszącego się w jednakowy sposób do wszystkich podmiotów funkcjonujących w określonej czasoprzestrzeni systemu społeczno-gospodarczego[251]. Ryzyko systematyczne w działalności przedsiębiorstw przejawia się potencjalną zmiennością regulatorów nadrzędnych, niekontrolowalnych, przyjmujących formę brzegowych uwarunkowań *sensu largo* rynkowych, prawnych, a także okoliczności o charakterze społecznym[252]. Nie można w kontekście ryzyka systematycznego pominąć ryzyka wydarzeń nadzwyczajnych, bezpośrednio wpływających na działania przedsiębiorstw, jednak nie mogących być przypisanymi do poszczególnych z wymienionych grup[253].

Ryzyko rynkowe sprowadza się do potencjalnej zmienności kategorii pozostających poza kontrolą przedsiębiorstw, oddziałujących bezpośrednio lub pośrednio, na ich pozycję rynkową i postępowanie w przestrzeni gospodarczej, tym samym wymuszając na nich rozmyślną adaptację. Ryzyko systematyczne w omawianym

[251] *Zarządzanie ryzykiem w procesie podejmowania decyzji ekonomicznych przez organizacje,* op. cit., s. 35-36.
[252] A. Michalak, *Cost of capital and risk in management and quality science,* Scientific Papers of Silesian University. Organization and Management, no. 142, 2020, s. 238.
[253] M. Thlon, *Charakterystyka i klasyfikacja ryzyka w działalności gospodarczej,* Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2013, s. 18.

wymiarze jest w swojej istocie niejednorodne, jednakże poprzez jego oddziaływanie na zachowania rynkowe jednostek, i przez to rzutowanie na ścieżkę dostarczania przez prowadzoną działalność postulowanych efektów wynikających z krótko- i długoterminowej strukturalizacji celowościowej, można w holistycznym ujęciu sprowadzić je do przekształceń koniunktury przejawiającej się wahaniami cen, zmianami stóp procentowych oraz fluktuacjami kursu walutowego[254].

Hipotetyczna zmienność cen wydaje się być szczególnie istotnym obszarem omawianej materii, ponieważ ma bezpośrednie przełożenie na wymiar przychodowy i kosztowy prowadzonej działalności, a przez to warunkuje realizację nadrzędnego celu krótkookresowego w postaci generowania zysku netto oraz na długoterminową, wynikającą z zachowania ciągłości realizacji przedmiotowego celu, akumulację finansową[255]. Przedsiębiorstwo funkcjonuje na różnego rodzaju rynkach, realizując w ich obrębie odmienne wiązki celów i tym samym jest zmuszone do antycypacji różnego rodzaju kwantyfikowalnej niepewności w zakresie zmienności siły nabywczej pieniądza. W obszarze rynku zasobowego, rynku usług czy rynku energii ryzyko działań podmiotów sprowadza się do możliwego wzrostu cen pozyskiwanych czynników bezpośrednio, jak i pośrednio produkcyjnych, co powoduje obciążenie strony kosztowej rachunku wyników i pomniejszenie przychodów z realizowanej działalności operacyjnej[256]. Przyjmując perspektywę strony kosztowej nie bez znaczenia jest także inflacja na rynku pracy, która implikować może nadmiarowy wzrost poziomu wynagrodzeń, niezbędny do uwzględnienia w prognozach finansowych w celu zachowania ciągłości realizacji funkcji personalnej poprzez utrzymanie stanu zatrudnienia i dostarczenia pożądanych efektów na skutek wykorzystania w działalności, bieżącej, ale i rozwojowej, posiadanego kapitału intelektualnego[257]. Z kolei na rynkach zbytu ryzyko egzemplifikowane jest przez potencjalny spadek cen, uniemożliwiający generowanie przychodów pozwalających na uzyskanie pożądanego poziomu zyskowności, a przez to niezapewnienie, wymaganego kryterium efektywnościowym, poziomu rentowności i w przypadku postępowania tego

[254] R. Karkowska, *Ryzyko systemowe – charakter i źródła indywidualizacji w sektorze bankowym,* Wydawnictwo Wolters Kluwer S.A., Warszawa 2015, s. 45.
[255] R. Borkowski, *Ryzyko w działalności przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2008, s. 84.
[256] *Ryzyko ekonomiczne w działalności gospodarczej,* op. cit., s. 21-22.
[257] E. Beck-Krala, Wynagrodzenia pracowników w organizacji – teoria i praktyka, Wydawnictwo AGH, Kraków 2013, s. 12-14.

zjawiska – obniżenia płynności podmiotu[258].

Przedsiębiorstwo jako podmiot wymagający zasileń kapitałowych, często nie wywodzących się ze *spectrum* samofinansowania, oraz, jako instytucja prowadząca działalność finansową w wymiarze alokacji środków pieniężnych w instrumentach rynku kapitałowego, z jednej strony uwzględniać musi w swoich procesach funkcjonalnych ryzyko rynkowe odnoszące się do zmienności cen papierów wartościowych, z drugiej ryzyko wahań wartości stóp procentowych oraz kursów walut. W kontekście zmian wartości instrumentów rynku kapitałowego ryzyko sprowadza się do niepożądanej fluktuacji cen indywidulanych instrumentów, wynikającej z przekształceń ogólnej sytuacji rynku, która musi zostać rozpoznana przez podmiot w celu sprawnej i adekwatnej kompensacji odchyleń[259]. Ryzyko wahań wartości instrumentów finansowych potęgowane jest przez ryzyko stopy procentowej w sytuacji, gdy podmiot gospodarujący ma dokonywać płatności w czasie t_1, a wielkość tej płatności uzależniona jest od zmiany wartości oprocentowania względem czasu t_o[260]. W omawianym kontekście ryzyko przejawia się możliwością osiągnięcia niższej, niż planowana wartości wskaźnika rentowności inwestycji finansowej, co oznacza wygenerowanie niższej stopy zwrotu z zaangażowanego w instrumenty kapitału w zestawieniu z pożądaną[261]. Ryzyko zmiany stopy procentowej dotyczy także sytuacji, w której przedsiębiorstwo jest biorcą kapitału, tzn. posiada zobowiązania długoterminowe, których wartość zależy do przekształceń poziomu stóp procentowych. Ryzyko w tym względzie jest tym większe im dłuższy jest horyzont czasowy spłaty przedmiotowych zobowiązań[262]. W tym kontekście ewentualny wzrost stóp procentowych może powiększyć ujemne przepływy pieniężne z działalności finansowej oraz destabilizować równowagę w strukturze finansowania aktywów, podporządkowaną kryterium minimalizacji średnioważonego kosztu kapitału.

Trzecim z elementów ryzyka systematycznego w wymiarze cząstkowym ryzyka rynkowego jest ryzyko walutowe, powiązane zarówno z działalnością rynkową przedsiębiorstwa, jak i z doborem finansowania przedmiotowej działalności. Ryzyko

---

[258] J. Grabowski, *Możliwości identyfikacji i pomiaru ryzyka* w: *Odpowiedzialność, ryzyko i finansowanie działalności ze szczególnym uwzględnieniem sektora publicznego w Polsce,* Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2019, s. 45-47.

[259] G. Mentel, *Value at risk w warunkach polskiego rynku kapitałowego,* Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2011, s. 12.

[260] E. Pielichaty, *Analiza duration w ocenie ryzyka stopy procentowej portfeli instrumentów finansowych o stałym dochodzie,* Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2012, s. 48.

[261] K. Jackowicz, *Zarządzanie ryzykiem stopy procentowej. Metoda duracji.* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1999, s. 38.

[262] *Zarządzanie ryzykiem,* red. K. Jajuga, Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2007, s. 21.

walutowe należy definiować jako *sensu largo* możliwość odchylenia *in plus*, bądź *in minus* wartości dochodu od wartości prognozowanej w czasie t_0, wywołanej zmianami kursu waluty obcej[263]. Jego zakres odnosi się do pozycji przyszłych okresów, w których konkretny składnik aktywów lub pasywów, denominowany w walucie innej, niż krajowa, może, z przyczyn handlowych lub bilansowych, być skalkulowany według kursu, który nie został w czasie t_0 określony[264]. Wobec tego ryzyko walutowe wpływa na wartość składników majątku obrotowego denominowanych w walucie obcej, na wielkość kosztów zakupu dóbr i usług, a także na wartość ich sprzedaży, na rozliczenia transakcji długoterminowych np. dotyczących nabycia środków trwałych, których realizacja odbywa się w przyszłych okresach, a także regulowania zobowiązań zaciągniętych w walutach obcych. Przedstawione *spectrum* pozycji, do których omawiane fragmentaryczne ryzyko rynkowe się odnosi skłania do stwierdzenia, że możliwym jest wyróżnienie ryzyka walutowego transakcyjnego, ekonomicznego oraz przeliczeniowego[265]. Pierwsze z wymienionych zestawić należy z potencjalną różnicą wartości pomiędzy zarejestrowaną memoriałowo należnością, bądź zobowiązaniem, a momentem ich kasowego uregulowania, co z perspektywy konsekwencji wynikających z konkretnej transakcji może zarówno powiększać dodatni przepływ środków pieniężnych, ale też hipotetycznie może go pomniejszać, w zależności od kształtowania się kursu walutowego. Drugim z rodzajów omawianego ryzyka, powiązanym z ryzykiem transakcyjnym, jest ryzyko ekonomiczne, które utożsamiane powinno być z trwałym wpływem zmiany wartości waluty na konkurencyjność przedsiębiorstwa oraz jego wartość rynkową. Należy je odnosić do odchylenia wartości rzeczywistych przepływów pieniężnych od sumy oczekiwanych w perspektywie długookresowej, szczególnie w sytuacji, gdy przychody z tytułu importu bądź eksportu stanowią dominujące pozycje w strukturze przychodów[266]. Ryzyko ekonomiczne dotyczy więc zmiany parytetu siły nabywczej pieniądza na skutek zmiany wartości waluty, tym samym warunkując potencjalną zmienność wartości przyszłych przepływów pieniężnych z tytułu poniesionych kosztów oraz wygenerowanych zysków i przez to oddziałuje na wartość

[263] M. Kalinowski, *Ryzyko walutowe. Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie,* Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2012, s. 36-39.
[264] D. Bennett, *Ryzyko walutowe – instrumenty i strategie zabezpieczające,* Wydawnictwo ABC, Warszawa 2000, s. 28.
[265] *Finanse przedsiębiorstwa,* red. J. Szczepański, L. Szyszko, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 170.
[266] M. Grylik, *Zarządzanie ryzykiem walutowym* w: *Polska w gospodarce europejskiej,* red. W. Michalczyk, *Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej* im. Oskara Langego we Wrocławiu, nr 887, Wrocław 2001, s. 78.

przedsiębiorstwa[267]. Z kolei ryzyko przeliczeniowe, określane też mianem ryzyka bilansowego, będące trzecim z rodzajów ryzyka walutowego, dotyczy przede wszystkim przedsiębiorstw działających na rynkach międzynarodowych. Wiąże się z sytuacją, w której przeliczone według kursu waluty obcej, w dniu tworzenia sprawozdania finansowego, pozycje aktywów i pasywów wyrażone w walucie krajowej będą się różnić, co może powodować zysk lub stratę[268].

Rozpoznanie istoty ryzyka systematycznego działalności przedsiębiorstw wymaga uzupełnienia jego sfery rynkowej, gospodarczej, o kwestie legislacyjne oraz kwestie o charakterze społecznym. Pierwsze z wymienionych dotyczą materii wyznaczania i przekształcania uporządkowanego przepisami prawa z zakresu aktów normatywnych, tj. m.in. prawo handlowe, cywilne, karne, administracyjne, skarbowe, dewizowe czy bankowe, obszaru swobody funkcjonowania[269]. Odnoszone powinno być do dynamicznej zmienności uwarunkowań prawnych oraz występowania wątpliwości interpretacyjnych, powodujących możliwość generowania przez jednostkę nadmiarowych strat na skutek przekroczenia przeformułowywanych przez ustawodawcę ram jurystycznych. Istotność przedmiotowego rodzaju ryzyka, oprócz określonego stopnia nieprzewidywalności co do przyszłej zmienności regulacji prawnych, wynika również z konieczności potencjalnego arbitrażu decyzyjnego organów władz państwowych w sytuacji wątpliwości co do rozumienia i dalszej implementacji przepisów w działalność jednostki m.in. w zakresie polityki fiskalnej przedsiębiorstwa, bądź warunków transferu zysków, wpływając na szeroko rozumiane koszty oraz konieczność zawiązywania rezerw na wypadek niewłaściwego ustalenia znaczenia i zakresu normy prawnej przez podmiot[270].

Ryzyko prawne w działalności przedsiębiorstw dotyczy także potencjalnej niemożności egzekwowania warunków zawartych umów, wynikającej zarówno z przeregulowania bądź niedoregulowania konkretnych obszarów działalności.[271]. Ryzyko sporów sądowych, związane z brakiem możliwości egzekucji roszczeń wobec interesariuszy, wynikać może również z potencjalnej niesprawności wymiaru

[267] P. Misztal, *Zabezpieczenie przed ryzykiem zmiany kursu walutowego,* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2004, s. 42-43.
[268] *Ryzyko walutowe – instrumenty i strategie zabezpieczające,* op. cit., s. 29-30.
[269] R. Kendall, *Zarządzanie ryzykiem dla menedżerów,* Wydawnictwo Liber, Warszawa 2000, s. 145.
[270] A. Wojtasik, *Regulacje międzynarodowe i rozwiązania wewnętrzne w zarządzaniu ryzykiem prawnym na rynku instrumentów pochodnych,* Rynek Terminowy, nr 20, 2003, s. 112-115.
[271] D. Oleszczuk, S. Kowalczyk, *Ryzyko prawne w działalności firm agrobiznesu* w: cykle życia i bankructwa przedsiębiorstw: praca zbiorowa, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2011, s. 267.

sprawiedliwości. Implikuje ono konieczność akumulacji nadmiarowych środków pieniężnych, gdyż rozciągnięty w czasie proces, najczęściej związany z regulowaniem należności wobec jednostki, powodować może konsekwencje w postaci zwiększenia poziomu bieżących zobowiązań przedsiębiorstwa, wywołując wystąpienie potencjalnej luki płynności gotówkowej oraz dalsze pogorszenie jego sytuacji finansowej i reputacji[272]. Omawiany aspekt ryzyka prawnego utożsamiać należy także z niekorzystnym względem realizowanych przez przedsiębiorstwo celów orzecznictwem, co również może generować reperkusje o charakterze finansowym, wymuszać uprzednie zawiązywanie rezerw na wypadek ich powstania oraz warunkować przekształcenie formuł prowadzenia przez jednostkę działalności[273].

Drugim z wymiarów ryzyka systematycznego działalności przedsiębiorstw, o który należy uzupełnić jego wymiar rynkowy, jest ryzyko społeczne. W najszerszym ujęciu rozumiane powinno być jako możliwe odchylenie pomiędzy przekształceniami standardu społecznego, rozpatrywanego w określonym punkcie czasoprzestrzeni jako swoisty *status quo*, opartego o powiązane zasady religii, obyczajowości, ustroju, kultury, tradycji, szeroko rozumianych wartości, dopuszczalnych na podstawie wymienionych kwestii celów, dążeń oraz zachowań, tak jednostek, jak i grup społecznych, a *sensu largo* rzeczywistością wewnątrzorganizacyjną[274]. Przekształcenia przedmiotowego *status quo*, wynikające z transformacji części społecznej systemu społeczno-gospodarczego, postępującej na skutek m.in. zmian w strukturze wykształcenia, migracjach ludności, poglądach oraz ciążeniach społecznych, a także modzie oraz oczekiwaniach, przekładają się na relacje wewnątrz struktur podmiotu oraz na relacje pomiędzy podmiotem a otoczeniem. Pośród ram instytucjonalnych jednostki warunkują potencjalne zmiany klimatu oraz kultury organizacyjnej, bowiem zredefiniowanie standardu społecznego wpływa na dezaktualizację norm zarządzania, zaburzenie ładu strukturalnego, a także, w sytuacji braku adekwatności samoregulacyjnych działań adaptacyjnych organizacji, na ograniczenie pożądanych efektów zachowań kadry, docelowo prowadzących do jej identyfikacji z przedsiębiorstwem, wywoływania międzykomórkowej synergii działań,

[272] J. Bełdowski, D. Sześciło, *Stan wymiaru sprawiedliwości w Polsce na świetle międzynarodowych badań porównawczych,* Monitor Prawny Dodatek, nr 3, 2010, s. 3.
[273] A. Bedla, *Czynniki ryzyka wpływające na proces łączenia się spółek kapitałowych w branży ciepłowniczej,* Zeszyty Naukowe Instytutu Gospodarki Surowcami Mineralnymi i Energią Polskiej Akademii Nauk, nr 89, 2015, s. 129.
[274] E. Urbanowska – Sojkin, *Społeczny wymiar ryzyka – związki między kapitałem społecznym przedsiębiorstwa i jego sprawnością strategiczną,* Zeszyty Naukowe Politechniki Łódzkiej, nr 1147, 2013, s. 42 – 46.

wzrostu wydajności pracy oraz rozwoju kapitału intelektualnego[275]. Z kolei w odniesieniu do relacji z otoczeniem zewnętrznym, ryzyko społeczne wiąże się z przeformułowaniem preferencji i oczekiwań względem podmiotów gospodarujących, rozpatrywanych zarówno przez pryzmat relacji popytowo – podażowych, jak i przez pryzmat sytuacji, w której jednostki, będące elementami kolektywu społecznego, są obowiązane prowadzić działalność w sposób społecznie odpowiedzialny, tj. uwzględniający ograniczanie w procesach sfery realnej szeroko rozumianych kosztów społecznych[276]. Pierwszy z wymienionych aspektów odnosi się do możliwego niedostosowania oferty produktowej względem pożądanej przez społeczeństwo, co przekładać się może bezpośrednio w ujemny sposób na przychody z działalności operacyjnej. Drugie natomiast, na skutek nieuwzględnienia przedmiotowych kosztów w procesach wytwórczych lub szerzej – w prowadzonej działalności podstawowej, rzutować może na postrzeganie i wizerunek przedsiębiorstwa, tym samym warunkując powstanie ryzyka pogorszenia reputacji podmiotu gospodarującego[277].

Ostatnim z rodzajów ryzyka systematycznego występującym w działalności podmiotów gospodarujących jest ryzyko wystąpienia wydarzeń, które mieszczą się w kategorii nadzwyczajnych, bądź nieoczekiwanych[278]. Choć wpływają na funkcjonowanie podmiotu, a ich zajście jest hipotetycznie możliwe, to stopień prawdopodobieństwa ich wystąpienia jest trudny do określenia, podobnie jak siła ich oddziaływania na jednostkę. Ryzyko wydarzeń nadzwyczajnych, nie mieszczących się w *spectrum* wydarzeń o charakterze rynkowym, prawnym bądź społecznym, należy odnosić przede wszystkim do zmienności warunków środowiskowych i technologicznych. Ryzyko wydarzeń w kontekście środowiskowym działalności jednostki związane jest z osadzeniem przedsiębiorstwa w określonych warunkach naturalnych, które rozumiane powinny być zarówno przez pryzmat zmienności elementów ekologicznych wpływających na przedsiębiorstwo, jak i potencjału zasobów naturalnych, które eksploatuje. Przez omawiany wymiar ryzyka należy traktować możliwe występowanie katastrof ekologicznych, zmienności warunków atmosferycznych czy pogorszenia jakości zasobów naturalnych wykorzystywanych

[275] E. Urbankowska – Sojkin, *Ryzyko w wyborach strategicznych w przedsiębiorstwach,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2013, s. 330-345.
[276] S. Zapłata, M. Kaźmierczak, *Ryzyko, ciągłość biznesu, odpowiedzialność społeczna – nowoczesne koncepcje zarządzania,* Oficyna Wydawnicza a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011, s. 42-43.
[277] D. Szwajca, *Źródła i determinanty ryzyka reputacji firmy,* Marketing i rynek, nr 10, 2013, s. 2-8.
[278] M. Białas, *Ryzyko w działalności przedsiębiorstwa,* Zeszyt Naukowy Wyższej Szkoły Zarządzania i Bankowości w Krakowie, nr 30, Kraków 2013, s. 96-102

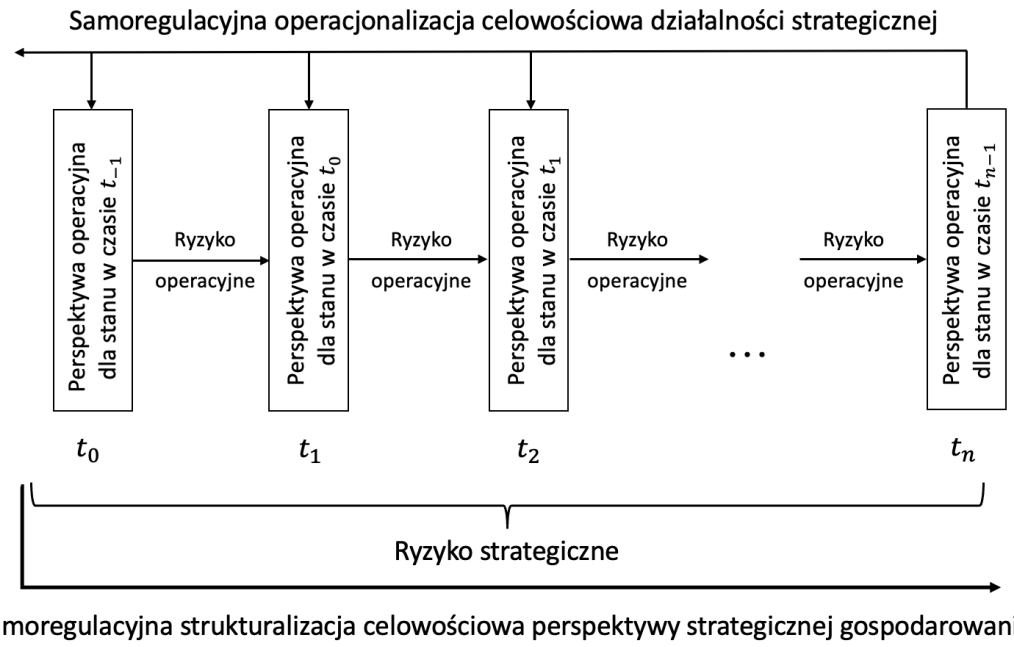
w procesie gospodarowania, co ostatecznie może wpływać na zachwianie ciągłością oraz skutecznością realizowanych procesów, a w skrajnych przypadkach prowadzić do przerwania *continnum* działalności. W materii ryzyka związanego ze zdarzeniami o podłożu środowiskowym wskazać należy także postępujące, poprzez rozbudowę systemu regulacji prawnych w przedmiotowym zakresie, przypisanie indywidualnych efektów degradacji środowiska do działań konkretnego podmiotu, co może wywoływać konieczność zmiany sposobu prowadzenia działalności lub powodować reperkusje finansowe z tytułu narażenia na szkodę dóbr ekologicznych[279]. Z kolei ryzyko systematyczne związane z wydarzeniami technologicznymi utożsamiane powinno być z dynamizmem zmian w wykorzystywanej w działalności podmiotów technologii, wyznaczającej standard w mechanizmach wytwarzania oraz budowania pozycji konkurencyjnej[280]. Ryzyko występujące z tego tytułu w działalności jednostki sprowadzić należy do potencjalnego braku antycypacji, identyfikacji oraz uwzględnienia postępu technologicznego, a także wynalazków, co generować może niesprawność autonomicznie realizowanych procesów badawczo-rozwojowych oraz nieadekwatność wyposażenia techniczno-technologicznego, uniemożliwiając tym samym poprawę jej pozycji konkurencyjnej oraz wzrost w czasie[281].

Ryzyko systematyczne, wynikające ze zmienności regulatorów nadrzędnych, niekontrolowalnych, o charakterze rynkowym, prawnym i społecznym oraz występujące na skutek możliwych wydarzeń nadzwyczajnych, jest niemożliwe do wyeliminowania. Odnosi się do wszystkich podmiotów funkcjonujących w określonej przestrzeni systemu społeczno-gospodarczego w jednakowy sposób i jednakowo wpływa na ich postępowanie w *continuum* realizowanego przez nie procesu gospodarowania[282]. Taka optyka pozwala określić je mianem ciągłego bądź uniwersalnego, którego obecność w działalności przedsiębiorstw jest uniezależniona od rozpatrywanej perspektywy czasowej dostarczania efektów podejmowanych przez jednostki gospodarcze działań, a co z tego wynika od autonomicznego projektowania mechanizmów sfery realnej służących osiąganiu pożądanych stanów przyszłych. Wobec tego uznania wymaga, że w całym

[279] Ł. Kozar, *Zarządzanie ryzykiem środowiskowym w przedsiębiorstwie jako kierunek wspierania budowy zielonej gospodarki,* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 470, Wrocław 2017, s. 63-64.
[280] N. Iwaszczuk, *Ryzyko w działalności gospodarczej*: *definicje, klasyfikacje, zarządzanie,* Wydawnictwo IGSMiE PAN, Kraków 2021, s. 17.
[281] L. Sołtysik, *Ryzyko operacyjne – nowe wyzwania,* Rynek Terminowy 1, 2001, s. 67-73.
[282] N. Iwaszczuk, M. Brożyna, *Wybrane rodzaje ryzyka operacji rynkowych – aspekty ekonomiczne i prawne,* Wydawnictwo AGH, Kraków 2022, s. 18.

czasokresie funkcjonowania przedsiębiorstw, zarówno w perspektywie krótko- jak i długoterminowej, ryzyko systematyczne konstatuje jednolitą dziedzinę możliwych odchyleń od ścieżki osiągania stanowionych w perspektywie przyszłej celów oraz potencjalnych konsekwencji z tych odchyleń wynikających. Przedmiotowa kwestia ulega zmianie w *spectrum* ryzyka specyficznego, odnoszącego się do rozmyślnych przekształceń wewnętrznych struktur funkcjonalnych oraz względnie kontrolowalnej transformacji regulatorów najbliższego otoczenia konkretnego przedsiębiorstwa. Występowanie, zakres oraz siła wpływu ryzyka specyficznego na prospektywnie ujęte, sprzężone w sposób przyczynowo-skutkowy działania, wynikają z uprzedniej, indywidualnej, samoregulacyjnej strukturalizacji celowościowej, uwzględniającej immanentne dla jednostki warunki gospodarowania, obejmującej kategorie tak o nacechowaniu kwantytatywnym, jak i kwalitatywnym, które, w zależności od wyznaczonego horyzontu czasowego ich osiągania, będą obciążone mierzalną niepewnością o innego rodzaju charakterystyce[283]. Sposób percepcji ryzyka w prospektywnie ujętej samoregulacyjnej strukturalizacji celowościowej przedstawia rysunek 8.

[283] J. Grabowski, *Możliwości identyfikacji i pomiaru ryzyka* w: *Odpowiedzialność, ryzyko i finansowanie działalności, ze szczególnym uwzględnieniem sektora publicznego w Polsce*, red. nauk. P. Dec, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2019, s. 45-47.



Rysunek 8. Ryzyko w continuum samoregulacyjnej strukturalizacji celowościowej

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: A. Letkiewicz, *Samoregulacja w symetryzacji systemów przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2013, s. 165-194.

Pożądane do osiągnięcia, określone w perspektywie długoterminowej cele podstawowe, w holistycznym ujęciu traktowane jako przetrwanie, rozwój, poprawa konkurencyjności oraz zwiększanie wartości rynkowej, osiągane są na skutek wynikowo postępującej ścieżki realizacji celów cząstkowych, ilościowych oraz jakościowych, osadzonych względem siebie w operacyjnych perspektywach czasowych. Wobec tego poprzez utrzymywanie ciągłości osiągania celów krótkoterminowych, podporządkowanych samoregulacyjnej strukturalizacji celowościowej perspektywy strategicznej działalności, następuje sprzężenie zwrotne pomiędzy horyzontami czasowymi, a co z tego wynika ryzyko specyficzne powinno być odnoszone zarówno do zaburzeń perspektywy krótkoterminowej realizowanych w continnum procesu gospodarowania celów, a także do rozpatrywanej całościowo ścieżki osiągania celów długoterminowych, które warunkują kształt działalności operacyjnej. Doprowadza to do konstatacji, że ryzyko indywidualne jest heterogeniczne i o odmiennej specyfice w poszczególnych horyzontach czasowych, co wymusza rozważenie jego występowania oraz istoty tak w działalności operacyjnej, jak i w działalności strategicznej przedsiębiorstw.

3.2. Ryzyko w działalności operacyjnej przedsiębiorstw

Traktowanie ryzyka jako nieodłącznego elementu działalności przedsiębiorstwa implikuje epistemologiczną konstatację, zgodnie z którą optyka jego postrzegania odnosi się do horyzontu czasowego w jakim rozważane są planowane w ciągłości funkcjonowania podmiotu działania oraz, występujące na skutek czynników egzo- i endogennych na nie oddziałujących, potencjalne odchylenia od przewidywanych stanów przyszłych[284]. Wynika z tego podstawowy podział na rozumianą holistycznie działalność bieżącą przedsiębiorstwa oraz na działalność o charakterze strategicznym, w którą wpisuje się przede wszystkim działalność rozwojowa zawierająca w sobie aspekt inwestycyjny. O ile, ze względu na postępujący w czasie przyczynowo-skutkowy ciąg realizacji celów operacyjnych, następuje sprzężenie w czasie pomiędzy krótkim, a długim horyzontem czasowym to cząstkowa funkcja celu realizowana w ramach procesów gospodarowania systemów przedsiębiorstwa w poszczególnych cezurach czasowych jest odmienna, co wywołuje wewnętrzną inkoherencję ryzyka w odniesieniu do horyzontu czasowego działalności jednostek gospodarczych[285]. Takie podejście z jednej strony pozwala na rozróżnienie ryzyka operacyjnego, związanego z bieżącymi procesami gospodarowania oraz ryzyka strategicznego, długoterminowego. Z drugiej natomiast wymusza, przy uwzględnieniu ich sprzężenia w czasie, osobnego omówienia poszczególnych ze wskazanych rodzajów. Ze względu na fakt, że nieprzerwany ciąg działalności bieżącej stanowi o możliwości implementacji strategii przedsiębiorstwa rozważyć w pierwszej kolejności należy istotę ryzyka towarzyszącego działalności operacyjnej.

Ryzyko w działalności bieżącej w ujęciu *stricte* dyskursywnym odnosi się do *sensu largo* możliwości wpływu czynników pochodzenia wewnętrznego oraz zewnętrznego na potencjalne odchylenia efektu działań od ścieżki realizacji naczelnej funkcji celu krótkoterminowego w postaci wygenerowania wartości dodanej rozumianej przez pryzmat zysku netto. Niespójność pojawia się na płaszczyźnie definicyjnej, z której wynika problematyka ustanowienia zakresu oddziaływania czynników ryzyka, w rozumieniu obszarów działalności, których dotyczy, a co za tym idzie specyficznego

[284] J. Zawiła-Niedźwiecki, *Zarządzanie ryzykiem operacyjnym w zapewnianiu ciągłości działania organizacji*, Edu-Libri, Kraków-Warszawa 2013, s. 55.
[285] *Inkoherencja relacji pomiędzy ryzykiem strategicznym a operacyjnym w zarządzaniu strategicznym,* op. cit., s. 400-410.

umiejscowienia ryzyka operacyjnego w bieżącym funkcjonowaniu struktur jednostek[286]. W tym miejscu słusznym jest wyszczególnienie ryzyka operatywnego oraz operacyjnego, jako specyficznych, odmiennych względem siebie, lecz sprzężonych rodzajów ryzyka związanych z krótkoterminowymi procesami gospodarowania przedsiębiorstw. Etymologia przymiotu operatywności nakazuje zestawić je z kolektywem działań energicznych, sprawnych i skutecznych, oraz co z tego wynika z ryzykiem odnoszącym się do wszelkiej działalności bieżącej podmiotu, nie tylko związanej z przekształcaniem czynników wytwórczych w produkt końcowy[287]. Ryzyko operacyjne z kolei w przedmiotowym kontekście wydaje się być pojęciem węższym i bardziej uściślonym, gdyż odnosi się do możliwości wystąpienia odchyleń *in plus*, bądź *in minus* w procesach złożonych z operacji dążących do realizacji konkretnej funkcji celu na skutek dokonywanych w sferze realnej transformacji posiadanych i nieustannie pozyskiwanych zasobów[288]. Tym samym, stosując podejście negatywne, ryzyko operacyjne kierunkuje rozważania, na prawdopodobną dysfunkcję obszarów funkcjonalnych jednostki gospodarującej, wyznaczając miejsce jego występowania jako uwarunkowania regulacyjne poszczególnych systemów jednostki. Nie należy traktować go jednak jako zjawiska zupełnie oderwanego od otoczenia, gdyż w swojej istocie odnosi się do warunków gospodarowania stanowionych także egzogennie. Słusznym jest jednak stwierdzenie, że ciężar odpowiedzialności za potencjalne odchylenia jest przeniesiony nie na występowanie zewnętrznych czynników zakłócających, ale raczej na nieadekwatność i postępującą dezaktualizację formuł umożliwiających działania czynnej adaptacji oraz dalszego, docelowego osiągnięcia i zachowania równowagi funkcjonalnej poszczególnych ogniw marko systemu przedsiębiorstwa względem tych czynników.

Odniesienie ryzyka operacyjnego do procesów realizowanych przez poszczególne fragmentaryczne struktury funkcjonalne jednostki, podporządkowanych realizacji naczelnej funkcji krótkoterminowego celu ekonomicznego poprzez takie gospodarowanie zasobami, by generowana była wartość dodana w postaci dodatniego wyniku finansowego, pozwala na konstrukt definicyjny, zgodnie z którym ryzyko operacyjne traktować należy jako dająca się przewidzieć możliwość wystąpienia strat determinowanych przez nieadekwatność norm, procesów, ludzi, i systemów względem

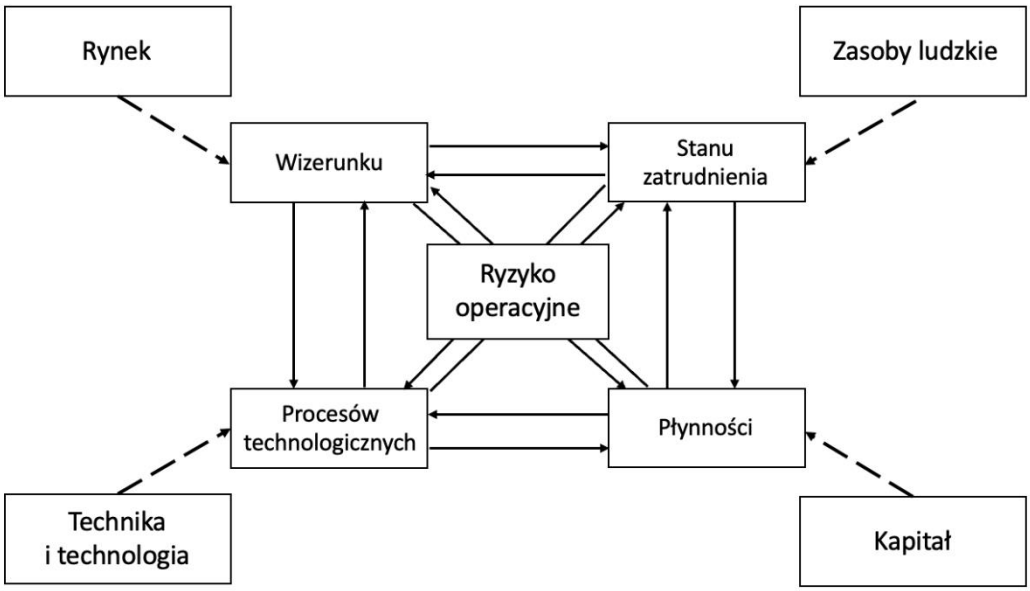
[286] J. Radomska, *Ryzyko operacyjne w procesie realizacji strategii przedsiębiorstw,* Wydawnictwo PWN, Wrocław 2017, s. 33.
[287] D. Waters, *Zarządzanie operacyjne. Towary i usługi,* Wydawnictwo PWN, Warszawa 2001, s. 19-28.
[288] *Zarządzanie ryzykiem operacyjnym w zapewnianiu ciągłości działania organizacji,* op. cit., s. 58.

endogennych oraz egzogennych warunków gospodarowania[289]. Ze względu na osadzenie przedsiębiorstwa w strukturach systemu społeczno-gospodarczego, będącego systemem wyższego rzędu w stosunku do systemu przedsiębiorstwa, w kategorii ryzyka operacyjnego uwzględnić należy także ulegający zmienności system kodyfikacji prawnych i wynikające z tego potencjalne wahania w zakresie obszaru swobody działalności jednostek. Wskazania również wymaga aspekt społeczny ryzyka w rozumieniu możliwości nieodpowiednich względem wyznaczonego celu lub nielegalnych działań osób z wnętrza, jak i spoza jednostki gospodarującej[290]. Z kolei ze względu na ścisłą cezurę czasową mu przypisaną, którą należy utożsamiać z okresem nie przekraczającym 12 miesięcy, wyłączyć z rozpatrywanej definicji trzeba ryzyko strategiczne oraz ryzyko reputacji, które swoim charakterem odnoszą się do dłuższego horyzontu czasowego[291]. Należy jednak nadmienić, że pomimo, że ryzyko operacyjne dotyczy krótkiej perspektywy czasowej to związane jest z procesami realizacji projektów także strategicznych. Uzasadnia to, że występuje permanentnie, na każdym etapie działalności podmiotu.

Przedstawione podejście charakteryzuje się przyczynową orientacją, co z jednej strony pozwala na uniknięcie problemu wielorakości i niepowtarzalności ryzyka, z drugiej natomiast wskazuje na powody pojawienia się strat, a nie na miejsce ich wystąpienia[292]. Skłania to ku uzupełnieniu go poprzez wyznaczenie obszarów występowania ryzyka w działalności operacyjnej. Ze względu na to, że działania w ramach podsystemów przedsiębiorstwa sprowadzają się do podporządkowania krótkoterminowej funkcji celu ekonomicznego, ryzyka występujące w poszczególnych z nich są ze sobą sprzężone i ostatecznie mogą doprowadzić do zjawiska synergii o ujemnym nacechowaniu względem wyznaczonego, pożądanego stanu przyszłego w formie maksymalizowanego zysku. Wobec tego słusznym jest rozważenie ryzyka operacyjnego w odniesieniu do działań powiązanych systemów marketingowego, pracy, ekonomiczno-finansowego oraz operacyjnego. Nadrzędny system zarządzania w omawianym kontekście pełni rolę korelatora wymienionych i odpowiada za procesy decyzyjne związane z wyborem ścieżki zarządzania ekspozycją na ryzyko towarzyszące

[289] Basel Committee on Banking Supervision, *International convergence of capital measurement and capital standards,* Basel 2006, s. 144, https://www.bis.org/publ/bcbs128.pdf (dostęp: 3.10.2024 r.)
[290] D. G. Hoffman, *New Trends in Operational Risk Measurement and Management*, Risk Books and Artur Andersen, London 1998, s. 38.
[291] *Zarządzanie ryzykiem operacyjnym*, red. nauk. I. Staniec, J. Zawiła Niedźwiecki, Wydawnictwo. C.H. Beck, Warszawa 2008, s. 35.
[292] *Zarządzanie ryzykiem operacyjnym,* op. cit., s 35.

pozostałym systemom w perspektywie krótkoterminowej. Tym samym, ze względu na charakter i specyfikę działalności operacyjnej podmiotu możliwa jest do wyznaczenia macierz powiązań regulacji wewnętrznej obejmująca obszary działalności bieżącej, w których jednostka musi uwzględniać występujące ryzyko. Macierz obszarów ryzyka działalności operacyjnej obrazuje rysunek 9.



Rysunek 9. Obszary ryzyka dotyczące działalności operacyjnej przedsiębiorstw

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: B. Majecka, A. Letkiewicz, *Samoregulacyjne kształtowanie zachowań rynkowych przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2020, s. 100.

Przedstawiona macierz wyznacza 4 podstawowe obszary ryzyka w działalność operacyjnej podmiotów gospodarujących, dzielące się dalej na podkategorie. Wśród tych 4 obszarów wskazać należy ryzyko dotyczące stanu zatrudnienia, procesów technologicznych, wizerunku a także ryzyko finansowe, transponowane ostatecznie na kwestie dotyczące utrzymywania odpowiedniego poziomu płynności finansowej[293]. Wskazane rodzaje ryzyka są ze sobą ściśle powiązane.

Ryzyko stanu zatrudnienia związane jest z podstawowym paradygmatem stanowiącym o fundamentalnym znaczeniu człowieka w organizacjach gospodarczych[294]. Stanowi on bowiem siłę napędową wszelkich procesów, w tym również procesów operacyjnych, poprzez podejmowanie działań adekwatnych względem wyznaczonych celów. Ryzyko dotyczące w holistycznym ujęciu zasobów ludzkich, czyli

[293] M. Thlon, *Zarządzanie ryzykiem operacyjnym przedsiębiorstwa. Metoda szacowania ryzyka delta-EVT*, Monografie. Prace Doktorskie nr 15, Uniwersytet Ekonomicznych w Krakowie, Kraków 2012, s. 34-36.
[294] *Zachowania organizacyjne przedsiębiorstw,* op. cit., s. 13-14.

de facto fundamentu kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa, osadzone w krótkiej perspektywie czasowej należy rozpatrywać zarówno przez pryzmat pracodawcy, jak i przez pryzmat jednostki realizującej procesy organizacyjno-organizatorskie w *continuum* gospodarowania. Rozważany rodzaj ryzyka ponoszony jest w związku z zatrudnianiem pracowników w ramach umownych stosunków pracy, obwarowanych właściwymi przepisami prawa[295]. Składają się na nie przede wszystkim skorelowane wymiary cząstkowe w postaci ryzyka personalnego, zawodowego, gospodarczego, socjalnego oraz techniczno-organizacyjnego[296].

Ryzyko odnoszące się do personelu dotyczy nieadekwatności pozyskania zasobu pracy względem zaprojektowanych procesów działalności podstawowej, co wynikać może z niewystarczających kwalifikacji konkretnego pracownika w stosunku do wymagań określonych na poziomie jednostki funkcyjnej. Może także dotyczyć dezaktualizacji reguł odpowiedzialnych za konstrukt struktury organizacyjnej w zestawieniu z posiadaną kadrą pracowniczą, co związane jest bezpośrednio z problematyką gospodarowania kapitałem ludzkim oraz przepływem zasobu pracy w procesach produkcyjnych[297]. Przedstawione problemy związane są z ryzykiem występującym w relacjach z otoczeniem w wymiarze braku popytu na rynku pracy wykwalifikowanych pracowników, bądź nierozpoznaniu potencjalnych pracowników o kompetencjach odpowiednich względem stanowisk, na które są poszukiwani. Przedstawiona optyka wskazuje na konieczność właściwego funkcjonowania struktur odpowiedzialnych za utrzymywanie właściwych relacji, *sensu largo*, rynkowych.

Oprócz ryzyka *stricte* personalnego przedsiębiorstwo w ramach ryzyka w obszarze kształtowania stanu zatrudnienia w krótkoterminowych procesach gospodarowania uwzględniać musi także ryzyko socjalne oraz ryzyko zawodowe. Ryzyko socjalne odnosi się do materii powinności regulowania przez podmiot świadczeń, w sytuacji niemożności wykonywania przez konkretną osobę pracy, gdy spełni ona wymogi określone przez nadrzędny regulator, np. prawo pracy[298]. Często taka sytuacja obciąża gniazda funkcyjne w procesach produkcyjnych i wymusza poszukiwanie

[295] Ł. Piskarczyk, *Ryzyko pracodawcy*, Wydawnictwo Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2008, s. 23.
[296]E. Engel-Babska, *Ryzyko zatrudniania w prawie pracy*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2003, s. 21-51
[297] J. Wróblewski, *Metodyka pomiaru ryzyka personalnego* w: *Koszty jakości zarządzania kapitałem ludzkim a ryzyko personalne*, red. A. Lipka, S. Waszczak, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach, Katowice 2009, s. 94.
[298] A. Tokarz-Kocik, Ryzyko motywacyjne w gospodarowaniu kapitałem ludzkim w hotelarstwie. Ujęcie ekonomiczne, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2017, s .41

zastępstw, co w konsekwencji może ograniczać zdolności produkcyjne, dalej bezpośrednio wpływając na wynik finansowy podmiotu. Dodatkowo pracodawca ponosi tzw. ryzyko zawodowe, które utożsamia być powinno ze specyfiką konkretnej branży, lub ściślej – konkretnego procesu wytwórczego. Ryzyko zawodowe odnosić należy do takiego wyposażenia technologiczno-organizacyjnego produkcji, by proces nie zagrażał życiu i zdrowiu pracowników. Co za tym idzie technologia produkcji oraz jej szeroko rozumiana organizacja warunkuje ryzyko w obszarze bezpieczeństwa i higieny pracy[299].

Ostatnią ze składowych ryzyka stanu zatrudnienia w działalności operacyjnej jest ryzyko gospodarcze, które dotyczy kwestii wynagrodzeń. Przedsiębiorstwo w sytuacji niesprawności systemu operacyjnego, skutkującej wygenerowaniem straty z działalności podstawowej, poprzez utrzymywanie stosunku pracy z pracownikami zobligowane jest do wypłaty należnych zobowiązań z tytułu płac, a także regulowania obowiązkowych świadczeń, składek, podatków oraz innych opłat o charakterze cywilno-prawnym względem instytucji państwa[300]. Co do zasady pozycja wynagrodzeń posiada największy udział w strukturze kosztów przedsiębiorstwa, a odpowiednie zarządzanie jej poziomem minimalizuje ryzyko przerwania ciągłości akumulacji finansowej w długiej perspektywie oraz utraty płynności w terminie krótkim. Stan zatrudnienia oraz wielkość płac podporządkowane są z kolei wyposażeniu technologicznemu przedsiębiorstwa we właściwe aktywa trwałe, co determinuje liczbę etatów niezbędnych w produkcji w odniesieniu do postępującego procesu jej robotyzacji i automatyzacji. Uwypukla to związek pomiędzy krótką a długą perspektywą gospodarowania, gdyż to w długiej perspektywie, w wymiarze działalności inwestycyjnej, produkcja jest wyposażana we właściwy działalności park maszynowy.

Drugim z rodzajów ryzyka obecnym w działalności operacyjnej przedsiębiorstw, występującym obok ryzyka kadrowo-personalnego, jest ryzyko procesów technologicznych. W szerokim ujęciu związane jest z powiązaniami organizacyjnymi i przepływem zasobowym pomiędzy ogniwami procesu produkcyjnego, ale także pomiędzy ogniwami procesu produkcyjnego a ogniwami pomocniczymi. Dotyczy ono również aspektu organizatorskiego odnoszącego się do zapewniania niezbędnych czynników wytwórczych oraz ogółu zasobów i dostosowania sposobu ich przetwarzania w celu wytworzenia, w zgodzie z rachunkiem ekonomicznym, produktu finalnego. Tym samym rozpatrywany rodzaj ryzyka obecnego w działalności operacyjnej odnosi się

[299] *Ryzyko zatrudniania w prawie pracy,* op. cit., s. 38-51.
[300] A. M. Świątkowski, *Polskie prawo pracy,* Wydawnictwo Prawnicze Lexis Nexis, Warszawa 2003, s. 62.

z jednej strony do obszarów niezbędnych do utrzymania ciągłości działania operacyjnego organizacji, rozumianego przez pryzmat transformacji zasobów w mechanizmach sfery realnej w krótkim horyzoncie czasowym, z drugiej strony natomiast do generowania efektu synergii w ramach działań powiązanych systemów funkcjonalnych[301].

Ryzyko procesów technologicznych w działalności operacyjnej przedsiębiorstw, poprzez odniesienie do dwóch płaszczyzn, tj. płaszczyzny przepływu, alokacji i transformacji zasobów oraz do płaszczyzny organizatorskiej, stanowi złożoną materię. Dlatego też identyfikacja cząstkowych wymiarów wchodzących w jego konstrukt powinna odbywać się dwutorowo, z jednoczesnym uwzględnieniem obu sfer. Tym samym słuszności nabiera stwierdzenie, że przytoczone ryzyko alokacji zasobu pracy, związane z niewłaściwym przypisaniem funkcji personelu względem ról w procesach wytwórczych, jest bezpośrednio połączone z ryzykiem nieadekwatności technologii produkcji względem wymogów ilościowych, jakościowych, a także wymogów kosztowo-przychodowych. Na ryzyko technologiczne składa się dodatkowo ryzyko przerwania ciągłości działania procesów logistyki zasobów materialnych, ale także i informacyjnych, niezbędnych do realizacji procesów produkcyjnych. Jest ono powiązane z ryzykiem w zakresie robotyzacji i automatyzacji, które to aspekty mogą być niedostatecznie lub nazbyt rozwinięte względem dostarczanych zasobów materialnych o charakterze obrotowym. By uniknąć takiej sytuacji jednostka gospodarująca zmuszona jest we właściwy sposób prowadzić procesy postępu technicznego, przy okazji których w krótkim terminie powstaje ryzyko organizatoryki techniczno-technologicznej związanej z problematyką implementacji nowych rozwiązań, zarówno dotyczących struktury aktywów, ale i rozwiązań o charakterze procesowo-systemowym[302].

Ryzyko endogenne we wskazanych obszarach jest bezpośrednio sprzężone z ryzykiem wynikającym z czynników o charakterze egzogennym. Z tego tytułu w działalności operacyjnej przedsiębiorstw obecne jest ryzyko związane z pozyskiwaniem z rynku właściwych zasobów, w szczególności w sensie zasobów bezpośrednio wykorzystywanych w działalności wytwórczej, stosownych względem zaimplementowanych rozwiązań organizacyjno-technologicznych. Ryzyko to wynika przede wszystkim ze zjawiska rzadkości zasobów adekwatnych względem wdrożonego modelu działalności podstawowej, co może powodować niedobory i chwiać *continnum*

[301] *Zarządzanie ryzykiem operacyjnym w zapewnianiu ciągłości działania organizacji,* op. cit., s 83-93.
[302] D. Wawrzyniak, *Bezpieczeństwo bankowości elektronicznej* w: *Bankowość elektroniczna*, red. A. Gospodarowicz, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2005, s. 75-76.

ciągu produkcyjnego, ale również obciążać stronę kosztową rachunku wyników w sytuacji ich małej ilości dostępnej przedsiębiorstwom tej samej branży. Dlatego też istotny jest monitoring materiałowy na rynku zasobowym, a jego potencjalna niesprawność implikuje reperkusje względem realizacji naczelnej krótkoterminowej funkcji gospodarowania[303]. Przywołana wadliwość systemu monitoringu rynkowego może podważać również adekwatność wdrożonych rozwiązań kadrowych, technologicznych, procesowych, a także organizacyjnych, ponieważ wywołuje ryzyko braku identyfikacji innowacyjnych, *sensu largo* lepszych od wdrożonych w strukturach jednostki, reguł gospodarowania, przyjętych przez podmioty konkurencyjne. Tym samym produktywność szeroko rozumianych zasobów oraz *sensu stricto* majątku może nie odpowiadać pożądanemu poziomowi produktywności w określonej czasoprzestrzeni rynku, co w konsekwencji powielania się w *continnum* czasowym prowadzi nie tylko do wypaczenia ścieżki realizacji wiązki celów podporządkowanych maksymalizacji zysku, ale także ścieżki realizacji celów długookresowych, poprzez odchylenie od pożądanego stanu przyszłego w formie maksymalizacji wartości rynkowej jednostki gospodarującej na skutek pogorszenia pozycji konkurencyjnej[304].

Trzecim z wymiarów ryzyka występującego w działalności operacyjnej jest ryzyko zachwiania, na skutek realizacji procesu produkcyjnego oraz procesów pomocniczych, krótkookresowej równowagi ekonomiczno-finansowej, wyrażającej się ostatecznie ryzykiem destabilizacji homeostatycznej w wymiarze naruszenia płynności jednostki oraz przerwania ciągłości akumulacji finansowej. Potencjalny odchył od jej oczekiwanego poziomu wiąże się w zakresie finansowym ze stanowionymi regułami kosztotwórstwa oraz cenotwórstwa, z kolei w aspekcie ekonomicznym z ryzykiem nieadekwatności i dezaktualizacji zasad gospodarowania aktywami bieżącymi oraz powiązanymi z nimi zobowiązaniami bieżącymi[305]. W pierwszej kolejności należy rozważyć ryzyka odnoszące się do wymiaru finansowego.

Przedmiotowa równowaga, uzależniona od sprawności efektów działalności operacyjnej, w odniesieniu do aspektu finansowego gospodarowania, wynika z jej dezagregacji na cząstkowe wymiary równowagi przychodów oraz kosztów, przy uwzględnieniu produktywności i rentowności majątku wykorzystywanego w działalności

[303] E. Kulińska, *Zarządzanie ryzykiem w łańcuchu dostaw,* Logistyka nr 1, 2007, s. 18-21.
[304] P. Best, *Wartość narażona na ryzyko. Obliczanie i wdrażanie modelu Var,* Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2000, s. 15.
[305] G. Zimon, *Kapitał obrotowy a ryzyko utraty płynności finansowej,* Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 4/2016 (82), cz.1, Szczecin 2016, s. 312-313.

podstawowej. Należy uznać, że zasadnicza kategoria ryzyka jej towarzysząca odnosi się z jednej strony do wartościowo wyrażonej wielkości zużycia czynników wykorzystywanych do produkcji dóbr, z drugiej natomiast do wolumenu realizowanej produkcji, której podporządkowane jest zapotrzebowanie na kapitał, i dalej sprzedaży przy ustalonej przez regulatory cenie[306]. Ryzyko w omawianym wymiarze dekomponowane na część kosztową zestawić należy z nadmiernym w stosunku do oczekiwanego pomniejszeniem wyniku finansowego. Powodem jego wystąpienia jest przede wszystkim niedoszacowanie, na skutek oddziaływania czynników endo-, ale przede wszystkim egzogennych, kształtowania się w trakcie roku obrotowego wielkości poszczególnych pozycji kosztowych, w tym w szczególności wynagrodzeń, materiałów i energii czy wartości dostarczanych przez kontrahentów w procesie produkcyjnym usług obcych, w stosunku do generowanych przychodów i posiadanego kapitału własnego pochodzącego z poprzednich okresów. Należy w tym miejscu zwrócić także uwagę na kwestię zasad kosztotwórstwa w zakresie finansowania utrzymywanych zapasów i rezerw, stanowiących zabezpieczenie przed przerwaniem łańcuchów logistycznych oraz w konsekwencji przerwaniem ciągłości produkcji. Przyjmując natomiast optykę strony przychodowej ryzyko powstaje przede wszystkim w kwestii niesprawności sfery marketingowej, która może w niewłaściwy sposób rozpoznać i zinterpretować uwarunkowania rynkowe, tym samym dostarczając sferze regulacji informacje powodujące błędny dobór zasad polityki sprzedażowej m.in. w zakresie wielkości sprzedaży, cech produktu czy rynku, na który został skierowany. Istnieje w tym aspekcie również ryzyko niedostosowania zasad cenotwórstwa względem rozpoznanego popytu oraz warunków stanowionych przez podmioty konkurencyjne. Wskazane czynniki implikują ryzyko pomniejszenia efektów gospodarowania, w przyjętej cezurze roku obrachunkowego, w postaci generowanego zysku, dalej determinującego wielkość zatrzymanego w działalności kapitału lub wręcz ujemnego, niekorzystnego przekroczenia brzegowego stanu równowagi w postaci równoważenia się przychodów z kosztami działalności podstawowej[307].

Aspekt ekonomiczny sfery operacyjnej powinien być utożsamiany z właściwym gospodarowaniem kapitałem obrotowym, istotnie powiązanym ze sprawnością działania jednostki w obszarze rotacji należności, zapasów oraz zobowiązań

[306] *Model analizy działalności operacyjnej przedsiębiorstwa i jego wykorzystanie w procesie decyzyjnym,* op. cit., s. 40-47.
[307] J. L. King, *Operational Risk: Measurement and Modelling,* John Wiley & Sons, Chichester 2001, s. 7

krótkoterminowych[308]. Przywołane wielkości determinują czas trwania cyklu operacyjnego oraz powiązanego z nim cyklu konwersji gotówki, co dekomponuje się na zasady regulacyjne dotyczące kształtowania zapotrzebowania na dodatkowe środki pieniężne niezbędne do finansowania aktywów obrotowych wykorzystywanych w procesie produkcyjnym. Potencjalne ryzyko wynika z niekorzystnej różnicy pomiędzy czasem trwania cyklu operacyjnego a rotacją zobowiązań, tzn. z sytuacji, w której cykl operacyjny jest dłuższy, niż cykl rotacji zobowiązań. Tym samym, wyznaczone zostają trzy obszary ryzyka w wymiarze ekonomicznym działalności podstawowej, implikujące ryzyko chwiania zdolnością przedsiębiorstwa do regulowania zobowiązań krótkoterminowych[309]. Ryzyko w zakresie inkasa należności jest ściśle powiązane z ryzykiem spłaty zobowiązań. W sytuacji, gdy przedsiębiorstwo zaczyna mieć problemy z terminowym, będącym najczęściej efektem braku respektowania terminu płatności wynikających z wystawionych na rzecz kontrahenta faktur, egzekwowaniem swoich wierzytelności pojawia się ryzyko niedoboru środków pieniężnych niezbędnych do regulowania własnych zobowiązań wobec innych kontrahentów, co zarówno negatywnie wpływa na wizerunek przedsiębiorstwa w otoczeniu, jak i wymusza angażowanie kapitału stałego do finansowania aktywów wykorzystywanych w *continnum* działalności bieżącej[310]. Ryzyko tym większe im niższa jest efektywność alokacji środków pieniężnych w aktywach obrotowych, czyli angażowania środków pieniężnych w docelowo służące procesom wytwórczym rezerwy i zapasy. W tym miejscu należy wskazać na ryzyko związania w aktywach bieżących zbyt dużej ilości kapitału pieniężnego w stosunku do realizowanej produkcji, co wyłącznie potęguje ryzyko konieczności angażowania długoterminowych źródeł finansowania, z jednej strony generujących dodatkowe koszty finansowe, z drugiej pomniejszających zakumulowane dotychczas środki pieniężne.

Ostatnim z wymiarów ryzyka w prowadzonej przez jednostkę gospodarczą działalności operacyjnej jest ryzyko utraty lub pogorszenia jej pozytywnego wizerunku w relacjach z otoczeniem. W najszerszym ujęciu przez wizerunek przedsiębiorstwa rozumieć należy system charakterystyk tworzących, poprzez właściwe dla podmiotu

[308] S. Szlązak, W. Szlązak, *Zarządzanie majątkiem obrotowym,* Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomiczno-Społecznej w Ostrołęce, nr 4, 2007, s. 75-84.
[309] M. Kaczorowski, *Cykl konwersji gotówki a upadłość przedsiębiorstw,* Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, 2012, nr 30, s. 169-180.
[310] P. Antonowicz, *Długość cyklu inkasa należności i rotacji zapasów w przedsiębiorstwach na trzy lata przed sądowym ogłoszeniem upadłości,* Problemy Zarządzania 9/1, 2011, s. 56-57.

ułożenie, jego obraz w środowisku zewnętrznym i wewnętrznym, który docelowo powinien być spójny, stabilny oraz nadający określoną, pożądaną specyfikę jednostki[311]. Przywołane charakterystyki odnoszą się do informacji dostarczanych przez przedsiębiorstwo otoczeniu poprzez zachowania, komunikację oraz *sensu largo* ekspresję, będące dekompozycją norm regulacyjnych procesów sfery realnej na wiązkę wyjścia z systemu w wymiarze zasilenia informacyjnego dla otoczenia, ale także energomaterialnego w postaci dostarczanego produktu[312]. Tym samym, mając na uwadze, że zachowania przedsiębiorstwa występują w określonych warunkach czasoprzestrzeni należy stwierdzić, że ryzyko w zakresie utraty wizerunku oznacza możliwość naruszenia relacji z poszczególnymi interesariuszami, dzielącymi się m.in. na grupy klientów, rozumianych przez pryzmat klientów detalicznych, jak i biznesowych, kontrahentów, w kontekście dostawców i odbiorców, oraz elementów otoczenia wewnętrznego, na które składa się kadra pracownicza, z którą podmiot w ramach prowadzonej działalności krótkoterminowej także buduje określone, podporządkowane własnym celom, relacje[313].

Ryzyko wizerunkowe w relacjach z klientami odnosi się, na skutek wadliwości mechanizmu monitoringu rynkowego, do ich utraty wynikającej z niezaspokojenia oczekiwań względem oferty produktowej w wymiarze nieatrakcyjności promocji, struktury asortymentowej, a także jakości produktów. Nie bez znaczenia w tej kwestii są także stanowione zasady cenotwórstwa, które mogą być nieodpowiednie względem charakterystyki rozpoznanego popytu. Istotnym aspektem w przedmiotowym kontekście jest także ryzyko trudności komunikacji pomiędzy jednostką gospodarującą a konsumentami, utrudniające nawiązanie relacji opartych na zaufaniu konsumentów wobec mechanizmów wewnętrznych przedsiębiorstwa, np. w zakresie procesów reklamacyjnych i lojalności wobec firmy, pod którą działa podmiot[314].

Ryzyko utraty wizerunku odnoszące się do zachwiania relacji z kontrahentami dotyczy przede wszystkim kwestii związanych z wytwarzanymi produktami, wykorzystywanymi dalej przez odbiorców w procesie wytwórczym. Powstanie ryzyka w tym obszarze warunkowane jest przede wszystkim przez płaszczyznę ekonomiczno-

[311] B. Moingeon, B. Rammanstsoa, *An identity study of firm mergers: the case of French savings bank,* Case Method Research and Applcation, red. H.E. Klein, Vol. VII, WACRA, Needham, Ma, 1995, s. 253-260.
[312] A. Figiel, *Czym jest wizerunek przedsiębiorstwa: próba zdefiniowania,* Ekonomiczne Problemy Usług, nr 74, 2011, s. 86.
[313] M. Thlon, *Podstawy zarządzania ryzykiem operacyjnym,* Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2016, s. 11-13.
[314] M. Daszkiewicz, P. Waniowski, *Relacje z klientami w tworzeniu przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstw,* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego, we Wrocławiu, nr 33, 2008, s. 95.

finansową relacji. Z jednej strony odnosi się ono do potencjalnej wadliwości, braku jakości lub leciwości dostarczanych na rynek rozwiązań, z drugiej natomiast do możliwego zachwiania zaufaniem w transakcjach gospodarczych, wyrażającym się brakiem terminowości spłaty zobowiązań krótkoterminowych wobec kooperantów, lub w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo jest dostawcą – niesprawnością podsystemu logistyki przejawiającej się nieterminowością lub brakami w realizowanych do odbiorców dostawach[315].

Wizerunek w relacjach z kadrą pracowniczą związany jest ze sposobem i jakością komunikacji na linii pracodawca – pracownicy, na co z jednej strony wpływa terminowe wywiązywanie się przedsiębiorstwa ze zobowiązań wobec kadry, z drugiej natomiast funkcjonowanie systemu motywacyjnego, wyrażającego się dostosowaniem do procesu gospodarowania zarówno materialnych, jak i niematerialnych czynników motywujących personel. Występowanie ryzyka wizerunku przedsiębiorstwa w przedmiotowym kontekście implikuje dwie kwestie. Po pierwsze obniżenie zaangażowania pracowników w relacjach z klientami[316]. Po drugie pogorszenie efektywności i produktywności zatrudnionych[317]. Im gorsza sytuacja finansowa przedsiębiorstwa, wyrażająca się obniżeniem lub nieterminowością wynagrodzeń a także systemu benefitów pozapłacowych, potęgowana przez pogorszenie środowiska pracy w wymiarze względnie łatwo fluktuującego w krótkiej perspektywie czasowej klimatu organizacyjnego, tym większe ryzyko pogorszenia wizerunku podmiotu w relacjach wewnętrznych, co dalej bezpośrednio przekłada się na wyniki operacyjne.

Przedstawiona analiza miejsca i znaczenia ryzyka w działalności podstawowej przedsiębiorstw oraz omówienie jego czterech podstawowych wymiarów w postaci ryzyka kadrowo-personalnego, procesów technologicznych, ryzyka ekonomiczno-finansowego a także wizerunku, wraz z ich wymiarami cząstkowymi, pozwala na konstrukt logiczny, zgodnie z którym, przy uznaniu powiązania krótkoterminowej oraz długoterminowej perspektywy gospodarowania, ryzyko operacyjne jest nieustannie obecne w funkcjonowaniu przedsiębiorstw i tym samym na skutek swojej ciągłości

[315] W. Szurlej, K. Solak, *Wiarygodność ekonomiczna jako podstawa budowania relacji biznesowych w obie kryzysu* w: Informacja Biznesowa w dobie kryzysu, red. E. Śnieżek, Wydawnictwo SIZ, Łódź 2022, s. 34-36.
[316] E. J. Biesaga-Słomczewska, K. Iwańska-Knop, *Marketing wewnętrzny (MW) i public relations (PR) w realizacji funkcji personalnej,* Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach nr 313, 2017, s. 44.
[317] D. Tworzydło, *Obszary badawcze w zakresie planowania oraz realizacji działań wewnętrznego i zewnętrznego Public Relations,* Marketing Instytucji Naukowych i Badawczych, 2018, nr 3 (29), s. 32.

transponowane jest na ryzyko w wymiarze strategicznym odnoszące się do odchyleń w ścieżce realizacji celów podstawowych, wśród których znajduje się poprawa pozycji konkurencyjnej, zwiększanie wartości rynkowej jednostki oraz jej szeroko rozumiany rozwój. Tym samym uznać należy, że każdy ze zidentyfikowanych obszarów ryzyka operacyjnego na skutek zachowania ciągłości realizacji celów krótkoterminowych w implementacji i dalszego *continnum* realizacji strategii przedsiębiorstwa przenoszony jest na ryzyko odnoszące się do długiej perspektywy czasowej procesów gospodarowania. Tym samym w celu całkowitego i pełnego rozpoznania roli ryzyka w funkcjonowaniu przedsiębiorstw słusznym jest omówienie jego roli w długim horyzoncie czasowym funkcjonowania przedsiębiorstwa, tj. w działalności o charakterze strategicznym.

3.3. Ryzyko w działalności strategicznej przedsiębiorstw

Osadzenie procesu gospodarowania przedsiębiorstw w *continnum* czasowym zmienności egzo- i endogennych czynników go warunkujących skłania ku stwierdzeniu, że stopień nieprzewidywalności zdarzeń gospodarczych oraz ograniczoność percepcji ich postępującego ciągu przyczynowo-skutkowego, ze względu na mnogość możliwych do wystąpienia stanów przyszłych, ulega nieustannemu zwiększeniu wraz z wydłużeniem perspektywy antycypacji[318]. Przyjmując, że długoterminowo ujęty proces gospodarowania jest złożony z wynikowo osiąganych celów operacyjnych należy uznać, że rozmyślnie strukturalizowany, docelowy łańcuch powiązań pomiędzy stanami uzyskanymi na skutek ich jednostkowej realizacji powinien być podporządkowany idei przewodniej funkcjonowania przedsiębiorstwa skonceptualizowanej w postaci poprawy pozycji konkurencyjnej oraz wynikającej z niej maksymalizacji wartości[319]. Stanowiony wewnętrznie i formułowany samoregulacyjnie na skutek przypisania właściwym ogniwom określonych funkcji przedmiotowy ciąg obarczony jest, ze względu na przytoczone fluktuacje w czasie czynników oddziałujących na podmiot, potencjalnym odchyleniem od oczekiwanej długookresowej ścieżki jego postępowania[320]. Wskazuje to na stochastycyzym procesów gospodarczych i zarysowuje koncept ryzyka strategicznego,

[318] E. Niedzielski, *Stałość i zmienność w teorii i praktyce zarządzania,* Zarządzanie Przedsiębiorstwem, Polskie Towarzystwo Zarządzania Produkcją, nr 4, 2013, s. 23-26.
[319] I. Kulas, *Zarządzanie strategiczne* w: *Wybrane zagadnienia z podstaw zarządzania*, red. E. Niedzielski, Wydawnictwo Uniwersytetu Warmińsko-Mazurskiego w Olsztynie, Olsztyn 2006, s. 203-212.
[320] *Cele ekonomiczne i społeczne przedsiębiorstwa,* op. cit., s. 64-73.

jako ryzyka związanego z działalnością o długoterminowym horyzoncie czasowym generowania efektów. Uznając, więc nieuniknioność występowania oraz, co z tego wynika, istotność identyfikacji przedmiotowego ryzyka odnoszącego się do długookresowej perspektywy gospodarowania, właściwym jest rozpoznanie jego specyfiki oraz roli w działalności strategicznej organizacji gospodarczych, której formuły wynikają ze stanowionej samoregulacyjnie strategii.

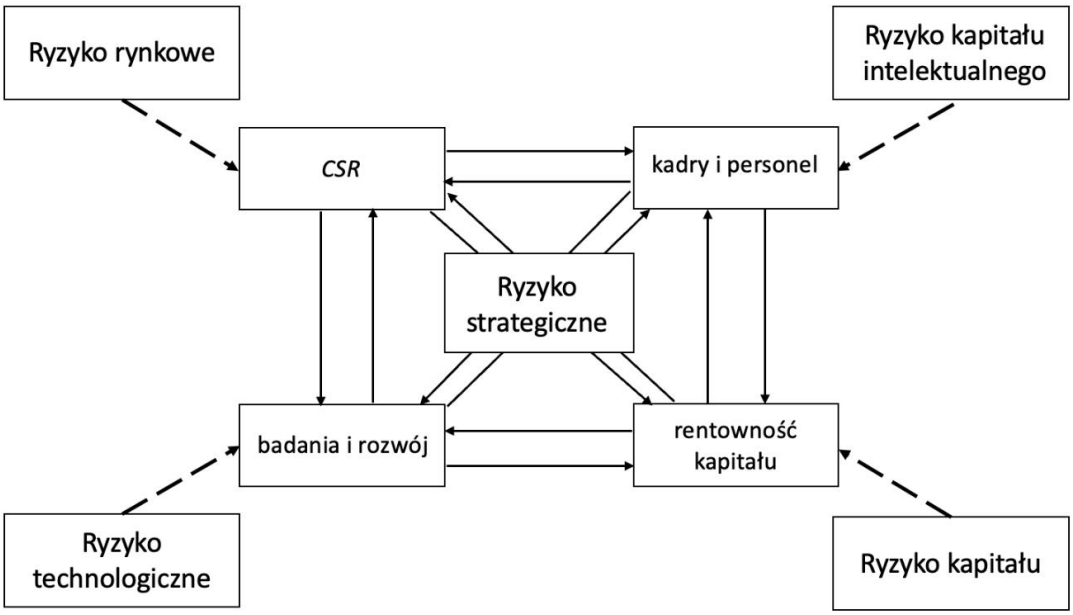
Traktowanie strategicznego *continnum* procesu gospodarowania, jako pochodnej samoregulacyjnej operacjonalizacji celowościowej strategii przedsiębiorstwa, skłania ku stwierdzeniu, że z heterogeniczności działalności operacyjnej, wyznaczanej przez wielorakość wiązek celów cząstkowych doprowadzających do realizacji nadrzędnego krótkookresowego celu gospodarowania w postaci generowanego zysku netto, wynika w konsekwencji przyczynowo skutkowego powiązania perspektyw czasowych funkcjonowania jednostki, wewnętrzna niejednorodność działalności strategicznej[321]. Przywołana transpozycja wymusza konstatację, zgodnie z którą, podobnie jak w krótkim horyzoncie czasowym tak i w długim, realizowany proces gospodarowania jest wielowymiarowy i w wielowymiarowy sposób ośrodki funkcyjne odpowiedzialne za poszczególne jego etapy oraz aspekty podlegają bodźcowaniu wynikającemu ze zmienności warunków stanowionych przez regulatory otoczenia[322]. Przywołane bodźcowanie regulacyjne powoduje dezaktualizację starych oraz konieczność konstruktu nowych, adekwatnych reguł przebiegu procesów sfery realnej, niezbędnych do utrzymania się jednostki w trendzie realizacji celu nadrzędnego, długookresowego[323]. Tym samym ze względu na zależność stanowiącą o podobieństwie działalności operacyjnej oraz działalności strategicznej w zakresie występowania możliwości zachwiania homeostazą angażowanych w prowadzoną działalność struktur cząstkowych w rozumieniu właściwych systemów funkcjonalnych, rozpoznane obszary występowania ryzyka w działalności bieżącej zostają, przy uwzględnieniu funkcji czasu i logicznego, wynikowego postępowania stanów jednostki oraz sprzężeń pomiędzy przywołanymi fragmentarycznymi strukturami, przeformułowane na obszary o podobnej charakterystyce, lecz odmiennym osadzeniu w czasie i znaczeniu dla długofalowo

[321] K. Safin, *Realizacja strategii przedsiębiorstwa w procesie zarządzania strategicznego* w: *Zarządzanie Strategiczne*, praca zbiorowa, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2000, s. 230.
[322] M. Małkowska-Borowczyk, *Wpływ otoczenia na wybory strategiczne przedsiębiorstw,* Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, nr 134, 2010, s. 28-35.
[323] I. Otola, *Analiza dynamiki otoczenia w świetle wyboru strategii przedsiębiorstwa,* Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej. Organizacja i Zarządzanie, z. 113, 2017, s. 331.

ujętego funkcjonowania jednostki[324]. Traktując więc ryzyko jako nieodłączny element prowadzonych przez podmiot gospodarczy procesów oraz uznając istotność uwzględniania potencjalnych odchyleń od zaplanowanych i ustrukturalizowanych ciągów działań słusznym jest rozpoznanie obszarów ryzyka działalności strategicznej, sprzężeń pomiędzy tymi obszarami oraz znaczenia ich występowania dla rozwoju jednostki.

Cztery podstawowe, spójne logicznie z ryzykiem występującym w działalności bieżącej, wymiary ryzyka towarzyszące działalności strategicznej to ryzyko kapitału intelektualnego, ryzyko rynkowe, technologiczne oraz kapitału. Jednakże ze względu na odmienną, dłuższą perspektywę czasową rozpatrywanego w przedmiotowym kontekście procesu gospodarowania przedsiębiorstwa, do której wyznaczone obszary się odnoszą, przyjmują one postać inną, niż w perspektywie operacyjnej. Należy bowiem w odniesieniu do działalności strategicznej rozważać je jako wewnętrznie niejednorodną materię związaną z kwestiami strukturalizowanymi długookresowo, wpływającymi na konkurencyjność podmiotu, dotyczącymi sprzężonych zwrotnie płaszczyzn kadr i personelu oraz sposobu jego wykorzystania, społecznej odpowiedzialności biznesu, prowadzonych badań i rozwoju technologicznego, a także rentowności angażowanego w działalność strategiczną, w rozumieniu przede wszystkim działalności rozwojowej, inwestycyjnej, kapitału pieniężnego[325]. Tym samym, przy przyjęciu słuszności twierdzenia o ontologicznej heterogeniczności ryzyka, identyfikacji wymagają tak powiązania pomiędzy wyznaczonymi obszarami, jak znaczenie i wpływ występowania każdego z nich z osobna dla prowadzonej przez jednostkę gospodarującą działalności rozwojowej. Powiązane obszary występowania ryzyka w działalności strategicznej przedstawia rysunek 10.

[324] M. Szczerbak, *Ryzyko strategiczne działalności przedsiębiorstwa i możliwości jego ograniczania* w: *Ryzyko w działalności przedsiębiorstw – wybrane aspekty*, red. nauk. A. Fierla, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2009, s. 40-48.
[325] E. Urbanowska-Sojkin, *Kolonizacja ryzyka wdrażania strategii w przedsiębiorstwach,* Organizacja i Kierowanie, nr 2, 2022, s.71-77.



Rysunek 10. Obszary ryzyka dotyczące działalności strategicznej przedsiębiorstw

Źródło: Opracowanie własne na podstawie E. Urbanowska-Sojkin, *Kolonizacja ryzyka wdrażania strategii w przedsiębiorstwach,* Organizacja i Kierowanie, nr 2, 2022, s.71-77.

Traktując człowieka jako *spiritus movens* działań organizacji oraz fundament jej właściwego względem warunków brzegowych funkcjonowania, rozważania nad istotą i rolą wymiarów ryzyka strategicznego należy rozpocząć od kwestii związanych z kapitałem intelektualnym przedsiębiorstwa i jego potencjalnym wykorzystaniem w realizacji celów długookresowych. W najszerszym kontekście kapitał intelektualny należy definiować jako ogół wiedzy i kompetencji posiadanych przez pracowników, które w wyniku procesu materializacji mają doprowadzić do ich przełożenia na kategorie regulacyjne i bilansowe oraz na skutek ich funkcjonalnego powiązania - do pomnożenia wartości w czasie[326]. Z przedstawionego podejścia wynika niejednorodność pojęcia kapitału intelektualnego, który zawiera w sobie zarówno kategorie pierwotne, w postaci osób posiadających docelowe, specyficzne i adekwatne względem wymogów zaprojektowanej strategii wiedzę oraz zdolności kształtowania stosunków w strukturach jednostki, a także stosunków z otoczeniem zewnętrznym. Konstruują go również, wynikające z kategorii pierwotnych, kategorie wtórne w rozumieniu wszelkich wykształconych na skutek działań człowieka reguł oraz nabytych aktywów,

[326] A. Ujwary-Gil, *Kapitał intelektualny a wartość rynkowa przedsiębiorstwa,* Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 23-27.

przeznaczonych dalej do wykorzystania w sposób zoperacjonalizowany[327]. Tym samym ryzyko z nim związane, odnoszące się do działalności strategicznej przedsiębiorstw, wynika z jego wymiarów cząstkowych, tj. z ryzyka odnoszącego się do kapitału ludzkiego, kapitału relacyjnego oraz kapitału organizacyjno-strukturalnego[328].

Ryzyko strategiczne w wymiarze ryzyka związanego z kapitałem ludzkim należy odnosić do realizowanej przez przedsiębiorstwo w sposób długookresowy funkcji personalnej, rozumianej przez pryzmat ogółu działań dotyczących kadry pracowniczej, skutkujących utrzymywaniem się organizacji w trendzie rozwojowym oraz ścieżce realizacji celów podstawowych[329]. Strategicznie ujęta funkcja personalna złożona jest z wynikających z siebie postępująco funkcji cząstkowych pozyskiwania odpowiednich, nowych pracowników, utrzymywania właściwego względem prowadzonej działalności stanu zatrudnienia, motywowania kadry, a także jej rozwoju, na skutek realizowanych inwestycji w poszerzenie kwalifikacji[330]. W tym kontekście możliwość odchyleń od stanu oczekiwanego uwidacznia się w pozyskaniu niewłaściwych pracowników względem prowadzonych badań i procesu rozwoju techniczno-technologicznego oraz ich niezdolności do utrzymywania i docelowej poprawy reputacji przedsiębiorstwa w otoczeniu wewnętrznym oraz zewnętrznym. Podstawową kwestią w przedmiotowej materii jest niedostosowanie doboru personelu względem pożądanych kompetencji, miękkich oraz twardych, niezbędnych do wymogów realizowanych celów długookresowych, a tym samym niemożność pracowników do ciągłego usprawniania działalności, zarówno w ujęciu regulacyjnym, jak i efektywnościowym, w kontekście powiększania zwrotu z zainwestowanego w kapitał ludzki kapitału pieniężnego, przez co należy rozumieć zarówno inwestycje niematerialne, w utrzymanie i rozwój kadry pracowniczej, a także inwestycje w aktywa rzeczowe, pośrednio przyczyniające się do rozwoju w przedmiotowym wymiarze[331]. Istotną płaszczyzną ryzyka związanego z kapitałem ludzkim jest niezdolność przedsiębiorstwa do wykształcenia cechy lojalności

[327] E. Gross-Golecka, A. Brzozowska, R. Balcerzyk, I. M M. El Emary, *Barriers to sustainable management of organizational intellectual capital,* Marketing and Management of Innovations 15 (1), 2024, s. 254-256.
[328] S. Kasiewicz, W. Rogowski, M. Kicinska, *Kapitał intelektualny,* Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 83-90
[329] Z. Antczak, Funkcja personalna w przedsiębiorstwie w okresie transformacji gospodarczo-społecznej w Polsce, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2005, s.18.
[330] Z. Antczak, *Strategia organizacji a jej funkcja personalna (próba systematyzacji zagadnienia),* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 2009, s. 122-123.
[331] A. Lipka, *Inwestycje w kapitał ludzki organizacji w okresie koniunktury i dekoniunktury,* Wydawnictwo Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010, s. 32.

pracowników, co skutkuje w długim terminie rotacją kadry. Potencjalna rotacja implikuje z kolei brak możliwości zachowania przez podmiot *continnum* rozwojowego w wymiarze realizowanej funkcji personalnej, a tym samym wyraża się w długim terminie utratą zainwestowanych w pogłębianie posiadanych i zdobywanie nowych kompetencji środków pieniężnych. Wynika z tego, że może następować nie tylko odpływ niezbędnej do poprawy konkurencyjności wiedzy, ale także zainwestowanego kapitału pieniężnego. Tym większe prawdopodobieństwo rotacji pracowników im bardziej nieodpowiednie środowisko pracy znajduje się w granicach organizacji, wyrażające się m.in. źle sformułowaną kulturą oraz strukturą organizacyjną, ograniczoną możliwością awansu czy zbyt niską stawką wynagrodzenia[332]. Występowanie ryzyka w przedstawionych obszarach potęgowane jest przez działalność konkurencji, bardziej ukierunkowaną na *sensu largo* dbanie o kadrę pracowniczą i lepiej wypełniającą strategię w wymiarze kształtowania poczucia wewnątrzorganizacyjnej odpowiedzialności prowadzonego biznesu.

Drugą ze składowych kapitału intelektualnego, w ramach której należy rozpoznać występujące ryzyko strategiczne, jest kapitał relacyjny. Należy go odnosić do swoistej dla konkretnego przedsiębiorstwa, nabytej na skutek doboru i rozwoju kadry, zdolności do kształtowania oraz utrzymywania właściwych relacji, stabilnych oraz bliskich powiązań stanowionych w sposób długookresowy, zarówno pomiędzy członami organizacyjnymi, znajdującymi się pośród struktur jednostki, jak i w otoczeniu zewnętrznym, przede wszystkim w wymiarze rynkowym[333]. Wykształcony przez organizację kapitał relacyjny określa stopień powiązania przedsiębiorstwa z otoczeniem, a co z tego wynika stopień możliwej identyfikacji zachodzących na rynkach zbytu i zaopatrzenia zależności[334]. W tym kontekście ryzyko rozpatrywane powinno być przez pryzmat możliwości występowania braku wystarczającej wiedzy na temat środowiska funkcjonowania przedsiębiorstwa, co w konsekwencji skutkuje potencjalną niezdolnością do podejmowania racjonalnych decyzji. Brak rozwiniętego kapitału intelektualnego w wymiarze kapitału relacyjnego powoduje obniżenie długookresowego bezpieczeństwa ekonomicznego, przekładając się przez to na rosnące

[332] J. Lewandowski, *Ryzyko inwestycji w kapitał ludzki,* Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, nr 39, T. 3, 2015, s. 97.
[333] J. Wilk, *Symulacyjny model kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa,* Prace Naukowe Instytutu Organizacji i Zarządzania nr 75, Politechnika Wrocławska, Wrocław 2004, s. 231.
[334] M. Mroziewski, *Kapitał intelektualny współczesnego przedsiębiorstwa. Koncepcje, metody wartościowania i warunki jego rozwoju,* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2008, s. 27.

prawdopodobieństwo generowania strat oraz chwiejność ścieżki rozwojowej, której fundament stanowi zachowana, na kanwie utrzymania właściwych relacji z instytucjami otoczenia, ciągłość pozyskiwania pełnej i niezbędnej względem długookresowych celów gospodarowania energomaterii i informacji[335]. Kapitał relacyjny oraz obszary ryzyka cząstkowego z nim związane odnoszą się do dwóch podstawowych kategorii tj. do tworzenia sieci międzyorganizacyjnych oraz do umiejętności pozyskiwania i utrzymywania klientów, z czym skorelowane jest budowanie wartości marki[336].

Przez pryzmat ryzyka niezdolności konstruowania oraz zachowywania relacji w sieci międzyorganizacyjnej należy rozumieć potencjalną niemożność lub ograniczoność dostępu podmiotu do nowych, *sensu largo,* zasobów, wynikającą z określonego prawdopodobieństwa niezachowania procesowej stałości i przewidywalności postaw oraz zachowań kooperantów, w rozumieniu dostawców, dystrybutorów czy odbiorców. Ryzyko związane z kapitałem relacyjnym w przedmiotowym obszarze odnoszone powinno być także do hipotetycznego braku możliwości zawierania aliansów strategicznych lub umów o innego rodzaju współpracy, niezbędnych do wypełnienia ustanowionego planu rozwoju przedsiębiorstwa[337]. Tym samym niedostosowany do złożoności oraz dynamiki otoczenia kapitał relacyjny zmniejsza zoperacjonalizowaną elastyczność organizacji, zwiększając jednocześnie stopień potencjalnego odchylenia od realizacji celów długookresowych[338].

Kapitał relacyjny odnoszący się do konstruowania stosunków z klientami utożsamiany powinien być z zachowywaniem takich relacji, które na skutek dostarczenia wiązki informacji do systemów marketingowych, pozwolą na rozpoznanie ich potrzeb oraz gustów. Ryzyko występujące w tym obszarze w długim horyzoncie czasowym dotyczy potencjalnego uniemożliwienia maksymalizacji zaspokojenia konsumentów oraz braku poprawy, poprzez nieskuteczność działalności rozwojowej oraz prowadzonych badań, jakości dostarczanych produktów i usług, a także sposobu obsługi interesariuszy. Skutki występowania ryzyka odnoszą się przez to do kwestii budowania lojalności

---

[335] K. Perechuda, I. Chormiak-Orsa, *Znaczenie kapitału relacyjnego we współczesnych koncepcjach zarządzania,* Zarządzanie i Finanse, Wydział Ekonomiczny, Uniwersytet Gdański, Gdańsk 2013, s. 293-307.

[336] P. Hofman-Bang, M. Henrik, *IC Rating na tle innych metod oceny kapitału intelektualnego,* E-mentor, nr 4 (11), 2005, https://e-mentor.pl/artykul/index/numer/11/id/193 (dostęp: 10.11.2024 r.)

[337] A. Jaruga, *Struktury sieciowe przyczynkiem kreowania wirtualnej organizacji przedsiębiorstwa* w: *Zarządzanie organizacjami gospodarczymi. Koncepcje i metody*, red. J. Lewandowski, Wydawnictwo Politechniki Łódzki, t.1, Łódź 2005, s. 52-60.

[338] A. Kozarkiewicz, *Modele współpracy międzyorganizacyjnej* w: *Międzyorganizacyjna rachunkowość zarządcza: zastosowania metod rachunkowości w zarządzaniu sieciami biznesowymi,* Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa 2014, s. 13-14

konsumentów wobec marki oraz reputacji przedsiębiorstwa w ich świadomości. Tym samym istnieje mierzalna niepewność możliwego odchylenia od ścieżki realizacji celów zarówno pieniężnych, kwantytatywnych, jak i niepieniężnych, kwalitatywnych, w obszarze kształtowania relacji z popytową stroną rynku. Pierwsze z wymienionych zestawić należy z pożądanymi z tytułu utrzymywania relacji, generowanymi na skutek prowadzonej działalności, dodatnimi przepływami pieniężnymi netto z działalności podstawowej. Drugie z kolei z korzyściami wynikającymi z rekomendowania oraz polecania oferty produktowej jednostki przez zadowolonych i lojalnych klientów nowym potencjalnym nabywcom, co w konsekwencji powodować będzie poszerzenie zasięgu przedsiębiorstwa na rynku oraz poprawę jego pozycji konkurencyjnej. Niewłaściwe relacje z klientami, wynikające z niezaspokojenia ich potrzeb w rozumieniu dostarczenia pożądanego przez nich produktu oraz kształtowania i utrwalania nieadekwatnego wzorca zachowań przedsiębiorstwa, doprowadzać mogą do problemu braku pomnożenia wartości w czasie, pomimo dotarcia do pożądanej grupy odbiorców[339].

Trzeci z fragmentarycznych obszarów występowania ryzyka w materii kapitału intelektualnego odnosi się do jego długoterminowego kształtowania w wymiarze organizacyjno-strukturalnym. Rozpatrując kapitał organizacyjno-strukturalny przez pryzmat sformalizowanej struktury rzeczowo-regulacyjnej wspomagającej efektywność funkcjonowania pracowników w organizacji, ryzyko z nim związane zestawić należy zarówno z możliwością nieodpowiedniego unormowania kwestii zarządczych oraz środowiskowych, jak i z niedostosowaniem struktury aktywów trwałych względem prowadzonej działalności[340]. W odniesieniu do wymiaru organizacyjnego ryzyko dotyczy problematyki formułowania adekwatnego względem heterogenicznych celów, ale i dobranej kadry, sposobu zarządzania i stylu kierowania, kreacji hierarchii, struktury oraz kultury organizacyjnej, a także formalnych i poza formalnych procedur oraz kanałów komunikacji[341]. Z kolei w aspekcie rzeczowym związane jest z jednej strony z brakiem zabezpieczenia materializowanej wiedzy pracowników poprzez właściwe patenty, prawa autorskie, prawa projektowe czy znaki usługowe lub handlowe, potencjalnie skutkując

[339] M. Kieżel, A. Kwiecień, Kapitał relacyjny i *customer relationship management* w kontekście tworzenia wartości (z uwzględnieniem specyfiki sektora bankowości detalicznej), Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, nr 55(736), 2012, s. 590-592.
[340] A. Sokołowska, *Zarządzanie kapitałem intelektualnym małym przedsiębiorstwem,* Fundacja promocji i Akredytacji Kierunków Ekonomicznych i Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa 2005, s. 18.
[341] A. Brzozowska, E. Gross-Gołecka, G. Simon, M. Kusterska-Jefmańska, B. Jefmański, *A perspective on the benefits of diversity management in organizations,* Polish Journal of Management Studies, t. 28, 2023, s. 76-80.

dostępem konkurencji do powielania wypracowanych rozwiązań. Z drugiej strony związane jest z możliwością niewłaściwego wyposażenia kadry pracowniczej w szeroko rozumiane narzędzia, tym samym pomniejszając sprawność procesu materializacji wiedzy oraz ograniczając możliwość wykorzystania potencjału rozwojowego i innowacyjnego, na skutek niedostosowania miejsca pracy względem wymogów technologicznych stanowionych przez otoczenie[342].

Drugim z rodzajów ryzyka związanym z realizacją strategii przedsiębiorstwa jest, sprzężone z ryzykiem kapitału intelektualnego, ryzyko dotyczące społecznej odpowiedzialności biznesu (tzw. SOB lub z ang. *CSR – Corporate Social Responsibility).* Nieustannie rozwijana, bezpośrednio powiązana z nurtem ekonomii społecznej, oparta na normach moralno-ekologiczno-etycznych koncepcja *CSR* stanowi odpowiedź na dezaktualizację sposobu postrzegania systemu społeczno-gospodarczego, zgodnie z którym proces gospodarowania przedsiębiorstw miał nacechowanie nieuwzględniające społecznego kontekstu funkcjonowania organizacji gospodarczych oraz symultanicznie realizowanych przez różnego rodzaju ich interesariuszy wiązek celów[343]. Wynikające z nieustannego rozwoju społeczeństw, ich coraz szerszego dostępu do informacji i świadomości, a także wzrostu znaczenia podmiotów gospodarczych w kreacji dobrobytu, zredefiniowanie roli i miejsca przedsiębiorstw w strukturach makro systemu społeczno-gospodarczego wymusza uzupełnienie percepcji ich celów, zgodnie z nurtem ekonomii klasycznej postrzeganych w głównej mierze przez pryzmat celów kwantytatywnych o nacechowaniu ekonomiczno-efektywnościowym, o cele kwalitatywne, w rozumieniu aspektu etyczno-społecznego[344]. Deregulacja, z której wynikają nowe normy wyznaczające odmienne warunki gospodarowania przedsiębiorstw, rodzi ryzyko niedostatecznego uwzględnienia przez podmioty gospodarujące funkcji strukturalizacji postawy jednostki społecznie świadomej i odpowiedzialnej za kształt określonej czasoprzestrzeni społeczno-gospodarczej, a tym samym nieuwzględnienia konceptu przywołanej odpowiedzialności, jako jednego z filarów budowania długoterminowej przewagi konkurencyjnej[345]. W przedmiotowym

[342] *Kapitał intelektualny przedsiębiorstwa – majątek współczesnych organizacji,* op. cit., s. 74.
[343] E. Mączyńska, P. Pysz, *Społeczna gospodarka rynkowa i jej współczesne znaczenie,* Biuletyn PTE, nr 2 (73), 2016.
[344] J. Filek, *Społeczna odpowiedzialność biznesu jako nowa wersja umowy społecznej* w: Krytyczna Teoria Organizacji, red. nauk. W. W. Gasparski, W. Kieżun, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2020, s. 121-125.
[345] D. K. Zuzek, *Społeczna odpowiedzialność biznesu a zrównoważony rozwój przedsiębiorstw,* Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie, T.21, Nr 2, Grudzień 2012, s. 198-200.

kontekście ryzyko powinno być rozumiane przez pryzmat pogorszenia reputacji przedsiębiorstwa, będącej ujętą w czasie, względnie trwałą, sumą percepcji interesariuszy jako podmiotu mającego na uwadze szeroko rozumiane dobro społeczne w ramach prowadzonego biznesu. Cząstkowe wymiary ryzyka w omawianym obszarze dotyczą braku strukturalizacji działań tak prowizerunkowych, jak i stanowiących dowód wewnętrznego, samoregulacyjnego przeformułowania hierarchii celów przedsiębiorstwa, doprowadzającego do zrównania celów ekonomicznych, w postaci maksymalizacji wartości rynkowej w czasie, z celami społecznymi, związanymi z ograniczaniem *sensu largo* kosztów społecznych oraz poszanowaniem norm etycznych i środowiska ekologicznego, a także rozwoju społeczności, w ramach której funkcjonują.

Ryzyko w działalności strategicznej w wymiarze społecznej odpowiedzialności biznesu związane jest z długofalowymi działaniami o wektorze skierowanym zarówno ku wnętrzu podmiotu, jak i w kierunku jego otoczenia zewnętrznego. Zgodnie z tą optyką słusznym jest odnoszenie ryzyka realizacji *CSR* zarówno do kwestii związanych ze strategią działań przedsiębiorstwa względem kadry, ale i dostawców, odbiorców, różnego rodzaju kooperantów oraz klientów, zarówno biznesowych, jak i w rozumieniu konsumentów, a także lokalnej społeczności. W odniesieniu do kadry pracowniczej ryzyko w rozważanym wymiarze dotyczy niezapewnienia bezpieczeństwa rozumianego szerzej niż wyłącznie przez pryzmat dochodu uzyskanego przez pracowników, jako wyniku świadczonej pracy. Brak poszanowania społecznego oraz praw człowieka, niezachowanie właściwych warunków pracy, niezapewnienie możliwości awansu czy samorozwoju powoduje potencjalną fluktuację kadry, przerwanie realizacji funkcji personalnej oraz nadanie przedsiębiorstwu reputacji nieatrakcyjnego pracodawcy[346]. Takie podejście uwydatnia powiązanie ryzyka realizacji strategii w wymiarze społecznej odpowiedzialności biznesu z ryzykiem dotyczącym kształtowania kapitału intelektualnego w jego podstawowym obszarze kapitału ludzkiego. Z kolei względem interesariuszy zewnętrznych ryzyko związane z koncepcją *CSR* przejawia się z jednej strony nieadekwatnością sposobu produkcji w odniesieniu do społecznych regulatorów moralno-ekologicznych-etycznych, czyniąc tym samym przedsiębiorstwo jednostką zwiększającą koszty społeczne i uzyskującą w długiej perspektywie czasowej renomę szkodliwej dla środowiska, zarówno naturalnego, jak i społecznego. Z drugiej strony nieuznanie przez przedsiębiorstwo istotności zależności pomiędzy organizacjami

[346] G. Mikołajewicz, *Społeczna odpowiedzialność biznesu (CSR), etyka biznesu i wartości korporacyjne,* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu 271, Wrocław 2012, s. 26-31.

funkcjonującymi w określonej sieci powiązań i tym samym niedoszacowanie istotności efektu synergii międzyorganizacyjnego działania w procesie gospodarowania, ostatecznie może skutkować obniżeniem poziomu zaufania kooperantów, pogorszeniem jakości produktu, a także spowolnieniem tempa rozwoju konkretnego segmentu rynku oraz społeczeństwa[347]. Przedstawiona optyka wiąże ryzyko SOB o wektorze skierowanym ku otoczeniu z ryzykiem związanym między innymi z kapitałem relacyjnym.

Trzecim z rodzajów ryzyka występującym w działalności strategicznej przedsiębiorstw, bezpośrednio powiązanym z dotychczas rozważanymi, jest ryzyko prowadzonych badań i rozwoju, tzw. B+R. Przywołane powiązanie stanowi konsekwencję fundamentalnego znaczenia dostępnej przedsiębiorstwu wiedzy w realizacji założeń B+R, a co z tego wynika wykorzystania kapitału intelektualnego w procesach rozwojowych. Z kolei na skutek wyznaczania moralno-ekologiczno-etycznych, a także legislacyjnych warunków brzegowych gospodarowania, przez społeczno-rynkowe i formalno-prawne regulatory otoczenia, dopuszczalna ścieżka realizacji przedmiotowej działalności w ramach działalności strategicznej odnosi się także do materii związanej z działaniami społecznie odpowiedzialnymi m.in. w rozumieniu zachowania właściwego poziomu generowanych *sensu largo* kosztów społecznych. Działalność badawczo-rozwojowa, często utożsamiana z działalnością proinnowacyjną, dotyczy długofalowych, systematycznych i twórczych działań dążących do zwiększania zasobów wiedzy przedsiębiorstwa oraz dalszego wykorzystania tej wiedzy w tworzeniu nowych rozwiązań służących wzrostowi jednostki, poprawie konkurencyjności, a także rozwojowi społeczeństwa poprzez zwiększanie jego dobrobytu i komfortu funkcjonowania[348]. Czynniki endogenne kształtujące prowadzoną działalność badawczo rozwojową związane są przede wszystkim z potrzebami przedsiębiorstwa oraz horyzontem czasowym w jakim nastąpić ma na jej skutek wzrost podmiotu. Wymogiem prowadzenia badań jest posiadanie przez efekty na ich skutek dostarczone określonego poziomu aplikacyjności w działalności podstawowej, gdyż ponoszone na nie nakłady finansowe muszą w długiej perspektywie czasowej być uzasadnionymi ekonomicznie. Ryzyko w działalności badawczo rozwojowej jest nieuniknioną, niejednorodną materią,

[347] *Społeczna odpowiedzialność biznesu a zrównoważony rozwój przedsiębiorstw*, op. cit., s. 200-201.
[348] A. Brzozowska, J. Kabus, *Determinants of enterprises innovativness in the light of empirical studies – case studies of Austria and Poland*, Scientific Papers of Silesian University of Technology, vol. 116, 2018, s. 7-8.

ponieważ jej istota sprowadza się do szeroko rozumianego odkrywania, na skutek inwestycji materialnych i niematerialnych, nowych zależności, teorii, mechanizmów, a także rozwiązań techniczno-technologicznych, co implikuje, że efekty prowadzenia badań i rozwoju są często trudne do przewidzenia, a *spectrum* czynników destabilizujących osiągnięcie założonych w planowaniu strategicznym stanów przyszłych jest szerokie[349].

Podejmując próbę rozpoznania ryzyka w analizowanym aspekcie działalności strategicznej należy uznać, że odnosi się ono w pierwszej kolejności do nieposiadania przez przedsiębiorstwo wystarczających zasobów wiedzy względem procesów, które planuje w ramach B+R realizować[350]. Drugim z jego aspektów, które należy uwzględnić jest brak przymiotu aplikacyjności ostatecznych wyników w prowadzonej działalności podstawowej, a przez to brak ich przełożenia na procesy służące generowaniu wartości dodanej[351]. Jego kolejnym wymiarem jest zagrożenie związane z nieodpowiednim poziomem innowacyjności rozwiązań będących efektami prowadzonej działalności badawczo-rozwojowej, a co za tym idzie nie przyczynienia się ich do poprawy wyposażenia techniczno-technologicznego w realizowanych procesach produkcyjnych i dalszej poprawy konkurencyjności podmiotu[352]. Czwartym z aspektów ryzyka towarzyszących badaniom i rozwojowi przedsiębiorstw jest kwestia właściwego zabezpieczenia przed powielaniem przez konkurencję otrzymanych wyników i wdrożonych koncepcji, stanowiących docelowo źródło przewagi konkurencyjnej przejawiającej się wzrostem jakości materiałów, produktów czy urządzeń oraz implementowanych procesów. Tym samym ryzyko odnosi się do kwestii legislacyjnych nienałożenia ochrony m.in. patentowej na istotne, z punktu widzenia zachowania konkurencyjności, innowacyjne rozwiązania oraz utrzymania w tajemnicy przedsiębiorstwa materii niemogącej zostać objętą przywołaną formą ochrony[353].

Ostatnim z obszarów ryzyka w działalności badawczo rozwojowej jest jej kosztowność w odniesieniu do probabilizmu wystąpienia potencjalnych korzyści

---

[349] S. Rokita, *Możliwości wykorzystania klasyfikacji działalności badawczo-rozwojowej w zarządzaniu przedsiębiorstwem,* Modern Management Review, vol. 19 (XIX), nr 21 (4), 2014, s. 201.
[350] J. Kisielnicki, *Zarządzanie projektami badawczo-rozwojowymi,* Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa 2013, s. 64.
[351] W. Janasz, *Proces innowacyjny i jego specyficzne cechy* w: W. Janasz, J. Janasz, A. Świdek, J. Wiśniewska, *Strategie innowacyjne przedsiębiorstw,* Rozprawy i Studia CDXLV/371, 2001, s. 225.
[352] A.H. Jasiński, *Innowacyjność polskiego przemysłu, 2006-2012: Był postęp czy nie?* w: *Innowacyjność. Uwarunkowania, strategie, wyzwania,* Wydawnictwo Placet, Warszawa 2014, s. 66.
[353] J. Wiśniewska, *Aktywność patentowa w praktyce funkcjonowania przedsiębiorstw w Polsce* w: *Procesy rozwoju przedsiębiorstw w konkurencyjnym i innowacyjnym otoczeniu*, red. J. Kaczmarek, P. Litwa, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2016, s. 264.

uzyskanych na skutek jej realizacji. Należy bowiem stwierdzić, że prowadzenie działalności badawczo rozwojowej wymaga angażowania znacznych nakładów kapitału pieniężnego poprzez inwestycje tak niematerialne, jak i materialne, stwarzające właściwe warunki do realizacji procesu. Tym samym ryzyko dotyczy kategorii *stricte* finansowych, gdyż ponosząc nakłady na określone badania i czynności służące rozwojowi wyposażenia techniczno-technologicznego przedsiębiorstwo oczekuje zwrotu z zaangażowanego w nie kapitału w postaci generowania dodatkowego zysku w krótkim terminie oraz wzrostu wartości rynkowej w długim. Wobec tego ryzyko w omawianym zakresie związane jest z nieuzyskaniem przez inwestycje w badania i rozwój określonego, pożądanego poziomu rentowności[354]. Należy w tym miejscu zwrócić uwagę, że pewnym jest przeznaczenie przez przedsiębiorstwo określonej puli środków pieniężnych na realizację działalności B+R, jednakże korzyści wynikające z jej realizacji są jedynie hipotetyczne.

Kwestia ryzyka związanego z rentownością kapitału nie odnosi się tylko do działalności badawczo-rozwojowej, ale ogółu kapitału pieniężnego będącego w dyspozycji i wykorzystywanego przez przedsiębiorstwo do prowadzenia *sensu largo* działalności w sposób długoterminowy. Wobec tego ryzyko w rozpatrywanym kontekście wymaga zestawienia z potencjalną utratą długookresowej równowagi ekonomiczno-finansowej przejawiającej się spadkiem efektywności gospodarowania środkami pieniężnymi[355]. Mając na uwadze koncepcję temporalną funkcjonowania przedsiębiorstwa przyjąć należy, że w stadium strategicznym rozwoju funkcjonalnego podmiot wykazuje długoterminową sprawność systemu operacyjnego umożliwiającą zachowanie *continnum* akumulacji środków pieniężnych, co doprowadza w konsekwencji do nadpłynności finansowej, która choć nie zagraża ciągłości funkcjonowania, to jako homeostatyczne odchylenie *in plus* stanowi o utraconych korzyściach z tytułu niewykorzystania w sposób efektywny środków pieniężnych będących nadwyżką ponad bieżące potrzeby jednostki[356]. Tym samym działalność strategiczna w wymiarze inwestycyjnym traktowana powinna być z jednej strony jako kwantytatywna działalność rozwojowa przedsiębiorstwa, wspomagająca poprzez zoperacjonalizowanie wykorzystania nabywanego majątku trwałego realizację

[354] J. Kotlar, H. Fang, A. De Massis, F. Frattini, *Profitability Goals, Control Goals, and the R&D Investment Decisions of Family and Non-Family Firms,* Journal of Product Innovation Management, 31, 2014, s. 1128-1145.
[355] *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw,* op. cit., s. 21.
[356] J. Gajdka, E. Walińska, *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka. Tom 2.,* Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2008, s. 467.

założonych celów strategicznych oraz postępującą poprawę pozycji konkurencyjnej. Z drugiej natomiast strony należy ją postrzegać jako sposób kompensacji odchyleń w zakresie akumulacji nadmiarowych środków pieniężnych poprzez ich alokację w rzeczowych aktywach trwałych, przydatnych w bieżącym funkcjonowaniu przedsiębiorstwa, przy jednoczesnym uwzględnieniu funkcji cząstkowej minimalizacji kosztu kapitału przeznaczonego do ich finansowania, wymuszającej dobór określonych, najlepszych względem warunków, zasileń kapitałowych.

Przyjmując przedstawioną optykę ryzyko rentowności kapitału pieniężnego, wynikające z podstawowego kryterium efektywnościowego, któremu podporządkowany jest proces gospodarowania, przejawiać się może zarówno jego angażowaniem w przedsięwzięcia nierentowne, w długiej perspektywie czasowej niedostarczające zwrotu z inwestycji i tym samym korzyści podmiotowi, bądź zastosowaniem niewłaściwej architektury zasileń finansowych przedsięwzięć, nieminimalizującej poziom średnioważonego kosztu kapitału[357]. Ryzyko rentowności kapitału wynikać może także z mechanizmu stanowiącego, że alokacja zbyt dużej puli zakumulowanych środków pieniężnych w aktywach trwałych służących docelowo procesom działalności podstawowej, przy niewystarczającej sprawności sfery operacyjnej wobec warunków brzegowych funkcjonowania, powoduje możliwość spadku wartości stosunku generowanych zysków względem posiadanych aktywów trwałych, a co z tego wynika determinuje problematykę nieadekwatności wielkości oraz struktury szeroko rozumianego wyposażenia majątkowego do rozmiarów produkcji i dalszej sprzedaży produktów[358]. *A contrario*, należy stwierdzić, że w przedmiotowym kontekście istnieje także ryzyko niewykorzystania, na skutek nierozpoznania endo- i egzogennych warunków gospodarowania, potencjalnych, maksymalnych możliwości funkcjonalnych systemu operacyjnego, skutkując niedoinwestowaniem działalności podstawowej, co wiązać się może z brakiem pełnego spożytkowania możliwych do osiągnięcia mocy produkcyjnych, implikując tym samym brak maksymalizacji wartości wskaźnika *ROA* oraz brak maksymalizacji rentowności dostępnego kapitału.

Jednakże w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo we właściwy sposób rozpozna maksymalny, zgodny z kryterium efektywnościowym, poziom możliwych do

[357] E. Nowak, *Rachunkowość w zarządzaniu ryzykiem w przedsiębiorstwie* w: *Zarządzanie ryzykiem działalności przedsiębiorstwa,* red. E. Nowak, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010, s. 15.
[358] W. Gabrusewicz, *Metody analizy finansowej przedsiębiorstwa,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2019, s. 250-251.

zrealizowania inwestycji rzeczowych i nie zostaną zaangażowane w przedmiotowe inwestycje wszystkie dostępne, nadmiarowe, środki pieniężne, pojawi się ryzyko niegospodarności ich pozostałą, niewykorzystaną w działalności inwestycyjnej, częścią, obniżającą wartość wskaźnika rentowności kapitału. Kompensacja ryzyka w tym obszarze wymusza na podmiocie realizację działalności inwestycyjnej w wymiarze finansowym poprzez zajęcie pozycji potencjalnego dawcy kapitału dla innych podmiotów funkcjonujących w otoczeniu i/lub podmiotu uzyskującego, poprzez alokację kapitału w innych jednostkach, na skutek nabycia w nich udziałów, prawo do partycypacji w generowanych przez nie zyskach[359]. Wobec tego, z jednej strony powstaje ryzyko związane z kredytowaniem jednostek niebędących w stanie wygenerować pokrycia na wynikające z powierzonego kapitału zobowiązania wobec kapitałodawcy, z drugiej natomiast wykupienia pakietu udziałów w podmiotach, które mogą nie osiągnąć pożądanej wielkości zysków i tym samym nie zrealizować funkcji korzyści właścicielskiej względem udziałowców[360].

Przedstawiona optyka postrzegania ryzyka w działalności strategicznej skłania ku stwierdzeniu, że jest ono niejednorodną, nierozłączną z funkcjonowaniem jednostki, materią, związaną z potencjalnymi odchyleniami od wyznaczonej regulacyjnie, wielowymiarowej i pożądanej ścieżki rozwojowej, podporządkowanej realizacji celów podstawowych. Ze względu na fakt, że ryzyko stanowi przymiot działalności gospodarczej przez cały okres jej realizacji, a możliwe do wystąpienia zakłócenia wynikające ze zmienności czynników endo- i egzogennych są tym bardziej prawdopodobne im bardziej wydłużony zostaje horyzont czasowy wyznaczenia ścieżki postępowania przedsiębiorstwa, podmiot dążący do maksymalizacji efektów swoich działań i poprawy pozycji konkurencyjnej zmuszony jest uwzględniać w procesach samoregulacyjnych mechanizmy identyfikacji, analizy, sterowania oraz monitorowania ryzyka, czyli swoistego dla każdej jednostki sposobu zarządzania ryzykiem umożlwiającego ograniczenie odchyleń homeostatycznych w przedmiotowym zakresie lub w razie ich wystąpienia – ich sprawną i adekwatną kompensację[361]. Uznając słuszność paradygmatu, zgodnie z którym każda ustanowiona norma regulacyjna i dalsze działanie w ramach struktur funkcjonalnych organizacji stanowi pochodną uprzednio podjętej

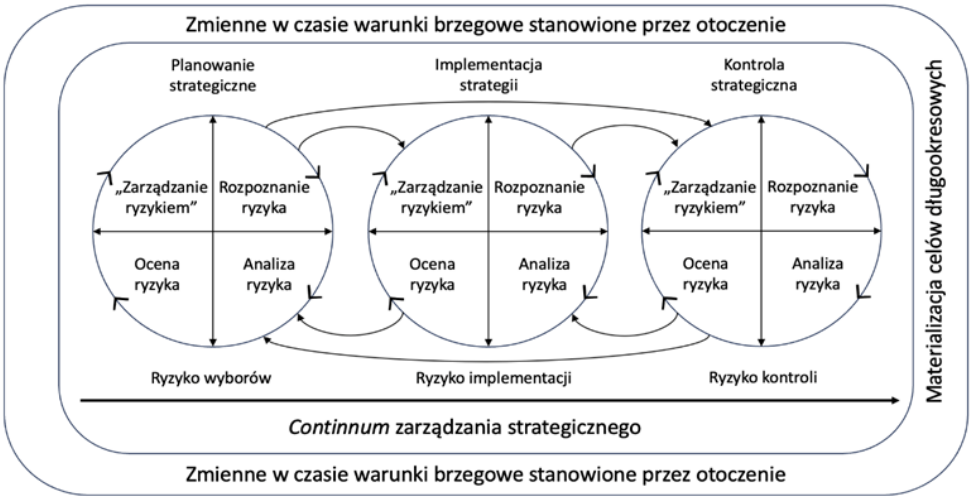
[359] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym,* op. cit., s. 18-20.
[360] *Strategie finansowe przedsiębiorstw wobec zmian na rynku kapitałowym,* red. nauk. G. Łukasik, J. Błach, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2019, s. 133-145.
[361] W. Rogowski, A. Michalczewski, *Zarządzanie ryzykiem w przedsięwzięciach inwestycyjnych – ryzyko walutowe i ryzyko stopy procentowej,* Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 15-18.

decyzji kierowniczej przez konkretny, odpowiedni dla etapu realizowanego procesu ośrodek decyzyjny, właściwym jest rozpoznanie istoty oraz sposobów zarządzania ryzykiem w strategicznych procesach decyzyjnych, podporządkowanych nie tylko przetrwaniu, ale przede wszystkim docelowemu rozwojowi przedsiębiorstwa.

ROZDZIAŁ 4. RYZYKO W PROCESACH DOBORU STRUKTURY FINANSOWANIA PROCESÓW INWESTYCYJNYCH PRZEDSIĘBIORSTW

4.1. Zarządzanie ryzykiem w ramach strategicznych procesów decyzyjnych

Integralnym i nierozłącznym względem zarządzania strategicznego jest realizowany proces zarządzania ryzykiem, który w swojej istocie ma za zadanie doprowadzenie występującego ryzyka do akceptowalnych charakterystyk oraz w konsekwencji minimalizację odchyleń pomiędzy pożądanymi a uzyskiwanymi stanami podmiotu. Proces zarządzania ryzykiem w ramach strategicznych procesów decyzyjnych na poszczególnych etapach zarządzania strategicznego przedstawia rysunek 11.



Rysunek 11. Zarządzanie ryzykiem w procesie zarządzania strategicznego

Źródło: E. Urbanowska-Sojkin, *Ryzyko w zarzadzaniu strategicznym,* Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu nr 235, Poznań 2012, s. 47.

Podział procesu zarządzania strategicznego na sprzężone funkcje cząstkowe strategicznej strukturalizacji celowościowej, wdrożenia strategii oraz kontroli strategicznej wymusza stwierdzenie, że w ramach realizacji poszczególnych z wymienionych proces decyzyjny odnosi się do materii o innej charakterystyce. Tak więc, pomimo że decyzje podejmowane na każdym z etapów są ze sobą wynikowo powiązane i determinują ciąg swojego postępowania w *continnum* funkcjonowania przedsiębiorstwa, a czynniki uwzględniane przy dokonywaniu wyborów wariantów przyszłego postępowania są zunifikowane i jednolite przez cały czasokres procesu

gospodarowania, tak różne są problemy decyzyjne niezbędne do rozwiązania w ramach konkretnych z wymienionych faz. Niejednorodność ontologiczna problemów decyzyjnych powstałych w procesie gospodarowania, przy jednoczesnej unifikacji sposobu ewaluacji dostępnych wariantów decyzyjnych, uzasadnia, że pomimo, iż proces odnoszenia się przedsiębiorstwa względem towarzyszącego działalności ryzyka jest trwały strukturalnie w ciągu działalności to odmienna jest specyfika, zakres oraz znacznie ustosunkowywania się względem ryzyka w ramach realizacji konkretnej funkcji cząstkowej zarządzania podmiotem[362]. Chociaż zarządzanie ryzykiem oparte jest o konstrukt czterech, uniwersalnych składowych w postaci identyfikacji ryzyka, jego analizy, oceny oraz finalnie podejmowania przez właściwe ośrodki decyzyjne wyborów dotyczących osiągnięcia akceptowalnej, mierzalnej niepewności przyszłych działań, to każde z wymienionych ogniw procesowo ujętego odnoszenia się jednostki gospodarującej do ryzyka powinno być rozpatrywane indywidualnie w kontekście problemu decyzyjnego rozstrzyganego przez system informacyjno-decyzyjny w ramach poszczególnych faz zarządzania strategicznego.

Pierwszy etap zarządzania ryzykiem sprowadza się do identyfikacji ryzyk właściwych dla funkcji celu realizowanej w ramach procesu decyzyjnego w obrębie konkretnego etapu zarządzania długofalowego. Przyjmując, że faza planowania jest fazą pierwotną, związaną z konceptualizacją strategii oraz określaniem złożonych z celów cząstkowych ścieżek osiągania pożądanych, rozpatrywanych w perspektywie długookresowej, stanów jednostki, stwierdzić należy, że uwzględnianie ryzyka w procesach decyzyjnych na etapie planistycznym odnoszone powinno być do osiągnięcia kompromisu pomiędzy jego rozumieniem a dopuszczalnym poziomem jego potencjalnego wpływu na strukturalizowane ścieżki przyszłego działania[363]. Tym samym z jednej strony rozpoznanie ryzyka w ramach pierwszej z faz zarządzania strategicznego rozważane powinno być przez pryzmat percepcji hipotetycznej niezgodności wyznaczonych celów strategicznych z długoterminowo postrzeganym ciągiem rozwojowym charakterystyki i nacechowania regulatorów otoczenia odnoszących się do konkretnego, fragmentarycznie ujętego odcinka realizowanej strategii. Z drugiej strony natomiast dotyczyć powinno ustalania hipotetycznych, mogących wystąpić incydentalnie

[362] E. Urbanowska-Sojkin, *Orientacja na ryzyko w procesie podejmowania decyzji strategicznych,* Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 39, 2015, s. 307-309.
[363] W. Jewgieniewicz Kantor, A. Jewgieniewicz Kuracz, *Uwzględnienie ryzyka w procesie opracowywania strategii rozwoju przedsiębiorstwa,* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 116, Wrocław 2010, s. 156.

w przyszłości, zdarzeń gospodarczych uniemożliwiających lub destabilizujących realizację wynikowo sprzężonych celów operacyjnych, w ramach poszczególnych, dostępnych wariantów decyzyjnych[364].

W kontekście implementacji strategii identyfikacja ryzyka związana jest z antycypacją uwarunkowań przełożenia decyzji o charakterze planistycznym na decyzje fundamentalne, uruchamiające procesy konkretyzujące w sferze realnej kształt, specyfikę oraz strukturę zasobów materialnych i niematerialnych, funkcjonowanie kadry, sposób zorganizowania przedsiębiorstwa oraz kulturę organizacyjną[365]. Rejestracja ryzyka w fazie wdrożenia strategii powinna więc być odnoszona zarówno do generowania zasileń informacyjnych o częstotliwości oraz płaszczyznach wpływu występowania czynników uniemożliwiających lub utrudniających urzeczywistnienie ustalonych w sferze regulacji celów długookresowych oraz podporządkowanych im ścieżek działania, jak i do dostarczenia danych systemowi decyzyjnemu o czynnikach wymuszających zoperacjonalizowaną korektę postępowania[366].

Rozpoznanie możliwości oraz zagrożeń rozwojowych na etapie kontroli strategicznej dotyczy natomiast materii związanej z monitorowaniem oraz przewidywaniem zmian zachodzących w otoczeniu wewnętrznym i zewnętrznym przedsiębiorstwa, co skutkować ma docelowo dostarczeniem ośrodkom decyzyjnym informacji o dotychczasowej, osadzonej w przeszłości, oraz estymowanej, przyszłej, sile wpływu tych zmian na realizację ustalonych celów długookresowych. Rozpoznanie ryzyka na etapie kontroli stanowi fundament weryfikacji słuszności wyboru wariantu decyzyjnego poprzez określenie wielkości odchylenia stanu uzyskanego od stanu oczekiwanego. Niekiedy wymusza to, ze względu na wielkość przedmiotowego odchylenia, odrzucenie otrzymanego rezultatu oraz ponowne podjęcie przeformułowanych działań, pozwalających zachować ciągłość funkcjonowania struktur cząstkowych oraz realizację ich długookresowych wiązek celów[367]. Identyfikacja ryzyka na etapie kontroli strategicznej stanowi więc wkład informacyjny w procesach wnioskowania, tworzenia nowych planów oraz projekcji działań zapobiegawczych, a także potencjalnie przeformułowujących strategię w sposób odpowiedni względem

[364] *Zarządzanie ryzykiem działalności organizacji,* red. J. Monkiewicz, L. Gąsiorkiewicz, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2010, s. 62-70.
[365] *Ryzyko w strategii,* op. cit., s. 66.
[366] J. Koch, *Innovation, organisationale Routinen und strategische Pfade,* Zeitschrift fur Management 4, 2009, s. 189-209.
[367] J. Zawiła-Niedźwiecki, *Ciągłość działania organizacji,* Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2008, s. 55.

nowopowstałych założeń i uwarunkowań[368].

Drugim z etapów realizacji procesu zarządzania ryzykiem w procesie zarządzania strategicznego jest jego analiza. Analizę ryzyka traktować należy jako mechanizm wspomagający ośrodki decyzyjne w dokonywaniu świadomych, maksymalnie racjonalnych wyborów, określania i priorytetyzacji płaszczyzn funkcjonowania podmiotu podatnych na przekształcenia regulatorów otoczenia oraz rozpoznawania alternatywnych sposobów przyszłego postępowania na podstawie uprzedniej identyfikacji bodźców generujących odchylenia realizacji planu[369]. Analiza ryzyka jest ustandaryzowanym, specyficznym względem charakteru działalności, narzędziem pozwalającym na aproksymację nieokreśloności przyszłych uwarunkowań gospodarowania oraz zapobieganie sytuacjom kryzysowym z nich wynikającym[370]. Tym samym ma umożliwiać określenie stopnia prawdopodobieństwa wystąpienia odchyleń wynikających ze zidentyfikowanych, możliwych przyszłych zdarzeń oraz zakresu wpływu tych odchyleń na realizowane cząstkowe funkcje celu w ramach poszczególnych faz zarządzania strategicznego. W kontekście planowania strategicznego i wynikającej z niego strukturalizacji ścieżek osiągania celów długookresowych związana jest z określeniem stopnia realności osiągnięcia rozważanych do ustalenia celów względem prognozowanej zmienności uwarunkowań oraz z szacowaniem siły wpływu czynników oddziałujących na realizację tych celów w ramach poszczególnych wariantów decyzyjnych. Na etapie implementacji strategii analiza ryzyka dotyczy weryfikacji zasadności dokonanych w ramach planowania strategicznego wyborów względem rozpoznanych, zoperacjonalizowanych barier ich wprowadzenia, obiektywizując sens zaprojektowanych stanów i działań im podporządkowanych w obrębie poszczególnych obszarów cząstkowych działalności strategicznej, co ostatecznie ma stanowić gwarant ich kompatybilności z tokiem przekształceń warunków, w których zostają wdrożone. Z kolei w fazie kontroli strategicznej analiza mierzalnej niepewności realizacji zaplanowanych i następnie wdrożonych działań zestawiana powinna być z ustaleniem zakresu wpływu rozpoznanych czynników na dotychczasowe odchylenie w procesie realizacji strategii przedsiębiorstwa, a także z prognostyką co do wielkości odchylenia w przyszłości

[368] B. R. Kuc, *Kontrola jako funkcja zarządzania,* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2009, s. 80-82
[369] M. Bovens, *Public accountability* w: *The Oxford Handbook of Public Management*, red. E. Ferlie, L. E. Lynn Jr., C. Poliit, Oxford University Press, 2005, s. 7-10.
[370] B. Szlachic, *Analiza ryzyka i zarzadzania ryzykiem jako element systemu zarządzania kryzysowego w organizacji,* Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Przyrodniczo-Humanistycznego w Siedlcach nr 103, 2014, s. 232.

generowanego przez te czynniki, w sytuacji braku reprojekcji strategii i ustalonych względem niej działań[371].

Następstwem identyfikacji i analizy ryzyka jest jego ocena. W swojej istocie odnosi się do sformułowania wniosków z przeprowadzonej analizy poprzez ewaluację ryzyka występującego w wariantach decyzyjnych podporządkowanych realizacji funkcji celu w ramach konkretnej fazy zarządzania strategicznego. Ocena ryzyka jest narzędziem stosowanym do określenia akceptowalności ekspozycji na ryzyko poprzez zestawienie oszacowanej wielkości rozpoznanego ryzyka przyszłych działań z jego założonymi, dopuszczalnymi parametrami, czego skutkiem ma być decyzja kierownicza, uwzględniająca w wybranej ścieżce postępowania, jego akceptowalne dla specyfiki oraz możliwości samoregulacyjnych przedsiębiorstwa charakterystyki[372]. Tym samym uzasadnione jest stwierdzenie, że na etapie planowania ocena ryzyka występującego w konkretnym wariancie projektowanej ścieżki postępowania dokonywana jest pod kątem istotności konkretnego czynnika dla zachowania przez podmiot w ramach konkretnego wariantu decyzyjnego ciągłości działalności, potencjalnej destabilizacji ścieżki rozwoju w określonym obszarze cząstkowym strategii oraz utrzymania przez proces gospodarowania sensu ekonomiczno-finansowego[373]. W fazie implementacji strategii ocena ryzyka odnosi się do określenia istotności czynników ryzyka w kontekście możliwości incydentalnej destabilizacji ogniw realizacji strategii. W sytuacji nadania nowopowstałym uwarunkowaniom wysokiej rangi istotności warunkuje sprawną i adekwatną reprojekcję zoperacjonalizowanej aktywności oraz dalsze wdrożenie działań adaptacyjnych opartych o przeformułowanie reguł przebiegu procesów sfery realnej o zidentyfikowaną, hipotetyczną wartość odchylenia, zapewniając w ten sposób ciągłość dynamicznej homeostazy ośrodków odpowiedzialnych za zachowanie spójności realizacji strategii w czasie[374]. W fazie kontroli strategicznej ocena ryzyka dotyczy określenia znaczenia trendu zmienności oraz prognozy hipotetycznej transformacji uwarunkowań gospodarowania dla zaprojektowanej działalności strategicznej. Jest więc

[371] E. Bukłaha, *Controlling projektów w organizacjach działających w Polsce – wyniki badań,* Studia i prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt naukowy nr 136, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Wasrszawa 2016, s. 144-147.
[372] *Ryzyko w działalności przedsiębiorstwa – podstawowe zagadnienia* w: *Ryzyko w działalności przedsiębiorstwa – wybrane aspekty*, op. cit., s. 20.
[373] B. Wersty, *Podstawy analizy decyzyjnej w zarządzaniu przedsiębiorstwem,* Wydawnictwo Wyższej Szkoły Zarządzania we Wrocławiu, Wrocław 2001, s. 13-16.
[374] A. Strybała, *Kontekst ekonomiczny bezpieczeństwa i ryzyka w zarządzaniu projektami działalności biznesowej,* Zeszyty Naukowe Wydziału Zarządzania Górnośląskiej Wyższej Szkoły Handlowej, nr 16, 2021, s. 115.

swoistą aktualizacją stanu wiedzy na temat wpływu zmienności uwarunkowań występujących w poszczególnych obszarach cząstkowych gospodarowania na dotychczasową realizację strategii, umożliwiając tym samym antycypację wpływu ich przekształceń na realizację strategii w przyszłości.

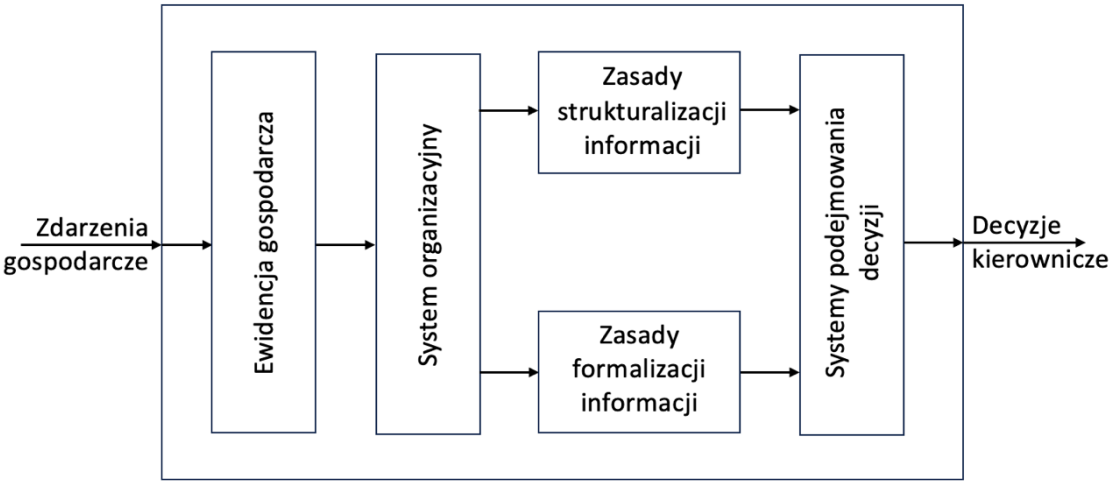
Konsekwencją identyfikacji, analizy oraz oceny ryzyka są decyzje kierownicze, co do jego akceptowalnych charakterystyk. Na każdym z etapów zarządzania strategicznego sprowadzają się do wyboru wariantów postępowania, które z założenia spełniają oczekiwania względem jego nacechowania, bądź wyboru wariantów postępowania, w których ciągu realizacji przedsiębiorstwo będzie w stanie uzyskać jego pożądane parametry. Słusznym jest jednak uznanie, że w kontekście podejmowania przedmiotowych decyzji szczególnie istotnym jest pierwszy z etapów, czyli etap planistyczny, będący etapem pierwotnym względem implementacji strategii i jej dalszej kontroli. Właściwa realizacja procesu zarządzania ryzykiem, uzupełniająca proces decyzyjny na etapie planowania strategicznego, stanowi warunek konieczny podejmowania decyzji optymalnych, a przez to determinuje właściwe wdrożenie strategii w funkcjonowanie podmiotu i kontrolę jej przebiegu. Dzieje się tak, gdyż z jednej strony uwzględnienie informacji uzyskanych w procesach zarządzania ryzykiem w strategicznych procesach decyzyjnych pozwala maksymalnie ograniczyć hipotetyczne, powstałe w przyszłości odchylenia w ciągu realizacji założeń strategicznych. Z drugiej zaś strony w sytuacji wystąpienia odchyleń ich realizacji w przyszłości, pozwala na projekcję działań dostosowawczych z dużym wyprzedzeniem oraz ich adekwatną i sprawną implementację[375]. Należy jednak stwierdzić, że ryzyko, ze względu na niejednorodność i nieokreśloność, jest niejednolite na poszczególnych płaszczyznach działalności strategicznej. Tym samym traktując je jako rozpoznane, przeanalizowane i ocenione uwarunkowanie długoterminowego funkcjonowania przedsiębiorstwa, będące zasileniem informacyjnym dla systemów decyzyjnych, właściwym jest uznanie, że wobec konkretnych fragmentów strategii odnosi się w odmienny sposób i w odmienny sposób wpływa na jej stanowienie oraz realizację[376].

Postrzeganie *continnum* działalności przedsiębiorstwa jako wynikowego osiągania pożądanych stanów jednostki podporządkowanych realizacji celów długookresowych skłania ku uznaniu, że każde działalnie umożliwiające realizację

[375] M. Piśniak, *Ryzyko w teorii podejmowania decyzji*, Zeszyty Naukowe Politechniki Częstochowskiej Zarządzanie nr 19, 2015, s. 118-121.
[376] *Uwzględnienie ryzyka w procesie opracowywania strategii rozwoju przedsiębiorstwa,* s. 156-157.

cząstkowej funkcji celu wpisującej się w koncept strategiczny poprzedzone jest decyzją kierowniczą, która oparta jest z jednej strony o ewidencję bieżących i antycypację przyszłych warunków działania, z drugiej strony o ich właściwą ewaluację[377]. Tym samym fundamentem zachowania ciągłości procesu gospodarowania, który w swojej istocie jest procesem długookresowym, docelowo pozwalającym na przetrwanie i rozwój jednostki, a przez to poprawę jej konkurencyjności, zwiększanie wartości rynkowej i akumulację finansową, jest sprawne i adekwatne względem specyfiki działalności funkcjonowanie meta systemu informacyjno-decyzyjnego. Rozpatrywany ontologicznie system informacyjno-decyzyjny jest strukturą opartą o kadrę, zasoby materialne oraz sformalizowane metody postępowania, służące zbieraniu, przetwarzaniu oraz dalszej redystrybucji danych na potrzeby ośrodków decyzyjnych odnoszących się do konkretnego odcinka działalności[378]. Taka percepcja przedmiotowej struktury uzasadnia, że dzieli się ona na dwa wynikowo sprzężone podsystemy, gdzie podsystem informacyjny umożliwiać ma rejestrację oraz przewidywanie, rozumianych przez pryzmat pozyskiwanych danych, uwarunkowań gospodarowania, a także ich odpowiednią komunikację i rozdział do właściwych ośrodków decyzyjnych. Z kolei podsystem decyzyjny odpowiedzialny jest za dalszą ocenę pozyskanych danych i na tej podstawie podjęcie decyzji optymalnej, maksymalizującej przyszłej korzyści[379]. Uznając, więc przyczynowo-skutkowy ciąg w ramach wyborów sposobu przyszłego postępowania podmiotu, stwierdzić należy, że strategiczna decyzja kierownicza stanowi konsekwencję przeprowadzonego w strukturach meta systemu informacyjno-decyzyjnego procesu decyzyjnego. Schemat procesu decyzyjnego realizowanego w strukturze meta systemu informacyjno-decyzyjnego przedstawia rysunek 12.

[377] A. Brzozowska, J. Kabus, *Źródła podejmowania decyzji w e-usługach,* Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej z. 86, 2015, s. 462.
[378] *Równowaga w funkcjonowaniu przedsiębiorstw transportowych,* op. cit., s. 125
[379] *Podstawy i metody zarządzania. Wybrane zagadnienia.*, red. E. Weiss, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie, Warszawa 2008, s. 88.



Rysunek 12. Schemat procesu decyzyjnego w strukturach systemu informacyjno-decyzyjnego

Źródło: K. Szałucki, *Równowaga w funkcjonowaniu przedsiębiorstw transportowych,* Wydawnictwo Texter, Warszawa 2017, s. 125.

Podmioty gospodarcze dążąc do zachowania ciągłości i maksymalizacji efektów procesu gospodarowania zmuszone są do podejmowania nieustannych, dwukierunkowych, interakcji z elementami otoczenia. Docelowo zapewniać mają one właściwe względem wyznaczonych w perspektywie przyszłej pożądanych stanów jednostki i wielowymiarowej ścieżki ich osiągania zasilenia energomaterialne oraz informacyjne[380]. Pozyskiwana energomateria stanowi podwalinę przebiegu procesów sfery realnej, z kolei informacja, rozumiana jako wiedza o warunkach brzegowych gospodarowania wyznaczanych przez powiązane elementy otoczenia wewnętrznego oraz zewnętrznego, bliższego oraz dalszego, pozwala na właściwą projekcję tych procesów[381]. W tym sensie zasilenie informacyjne jest kategorią nadrzędną, umożliwiającą wyznaczenie procesowej transformacji wnętrza organizacji, prognozowanie przekształceń warunków brzegowych determinujących jej przebieg oraz szeroko rozumianą adaptację jednostki względem tych przekształceń[382]. Zasilenie informacyjne traktować należy więc jako fundament strategicznych działań zarządczych ukierunkowanych na czynne ustosunkowywanie się podmiotu względem turbulencji warunków gospodarowania, poprzez samoregulacyjne, rozmyślne przekształcanie reguł

[380] A. Adamik, M. Matejun, *Organizacja i jej miejsce w otoczeniu* w: *Podstawy zarządzania*, red. A. Zakrzewska-Bieławska, Oficyna a Wolters Kluwer Business, Warszawa 2012, s. 59-68.
[381] J. Kisielnicki, *Zarządzanie organizacją,* WSHiP, Warszawa 2004, s. 12.
[382] J. Frishammar, *Organizational Environment Revisited. A Conceptual Review and Integration,* International Studies of Management & Organization, vol. 36, no. 3, s. 41.

realizacji celów. Pozyskiwanie informacji na potrzeby podejmowania strategicznych decyzji kierowniczych, ustalających ciąg przyszłych działań podporządkowanych realizacji celów długookresowych, rozwojowych, sprowadza się do rejestracji bieżących i określenia ujętych prospektywnie zdarzeń gospodarczych, determinujących zmienność uwarunkowań *sensu largo* gospodarowania. Należy jednak stwierdzić, że strategiczne decyzje kierownicze nie są oderwane od uwarunkowań przeszłych, stwarzających podstawy antycypacji ciągu ich dalszej, rozumianej w ujęciu *ex ante,* zmienności, oraz wahań ich nacechowania, co doprowadza do konkluzji, że w strategicznych procesach decyzyjnych dochodzi do integracji przeszłej i przyszłej perspektywy czasowej zmienności uwarunkowań gospodarowania[383]. Agregacja danych osadzonych w poszczególnych perspektywach umożliwia rozpoznanie przyszłych stanów otoczenia, przy jednoczesnej obiektywizacji ich konsekwencji dla działalności rozwojowej jednostki[384]. Tym samym *sensu largo* identyfikacja bieżących i przewidywanie przyszłych zdarzeń gospodarczych, wraz z hipotetycznie wywołanymi przez ich wystąpienie implikacjami dla podmiotu gospodarującego, jest tożsame z zewidencjowaniem informacji, co należy rozumieć przez pryzmat wynikającej tak ze zdolności organizacji do recepcji przyszłych uwarunkowań, jak i akumulacji danych pozyskanych na podstawie przeszłych analiz, konwersji rejestracji uwarunkowań gospodarowania na zasilenie informacyjne przeznaczone dla ogniw decyzyjnych w systemie organizacji.

Choć cele podstawowe w postaci rozwoju, maksymalizacji wartości rynkowej oraz zwiększania konkurencyjności podmiotu należą do kategorii ogólnoorganizacyjnych to konstrukt ustalający sposób ich osiągnięcia sprowadza się do synergicznego, ujętego w perspektywie długookresowej, funkcjonowania fragmentarycznych struktur funkcjonalnych, realizujących w sprzężony z innymi, powiązanymi strukturami cząstkowymi poszczególne, strategicznie ujęte, funkcje celu[385]. Tym samym strategiczne decyzje kierownicze podejmowane są przez decydenta osadzonego w określonym podsystemie, a poprzez siatkę sprzężeń zwrotnych rzutują na funkcjonowanie przedsiębiorstwa jako całości. Taka perspektywa uzasadnia stwierdzenie, że pozyskiwane

[383] *Wielokryterialne wspomaganie podejmowania decyzji strategicznych w przedsiębiorstwie,* op. cit., s. 69.
[384] A. Holska, *Teoria podejmowania decyzji* w: *Zarządzanie, organizacyjne i organizowanie – przegląd perspektyw teoretycznych,* Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2016, s. 329.
[385] A. Zakrzewska-Bielawska, *Relacje między strategią a strukturą organizacyjną, w przedsiębiorstwach sektora wysokich technologii,* Zeszyt Naukowy nr 1095, Wydawnictwo Politechniki Łódzkiej, Łódź 2011, s. 210-211.

przez system ewidencji gospodarczej zasilenia informacyjne muszą zostać rozdzielone zgodnie z zasadami specjalizacji funkcjonalnej pomiędzy właściwe ośrodki w organizmie przedsiębiorstwa, co dalej umożliwiać ma tym ośrodkom ustosunkowanie się do otrzymanej informacji[386]. Uznać wobec tego należy, że postrzegane holistycznie odnoszenie się organizacji do występujących okoliczności działań jest sumą odniesień, traktowanych przez pryzmat strategicznych decyzji kierowniczych, poszczególnych podsystemów, których konkretne okoliczności dotyczą, przy jednoczesnym uwzględnieniu formuł gospodarowania i celów cząstkowych pozostałych, pozostających w granicach organizacji, sprzężonych z nimi fragmentarycznych struktur.

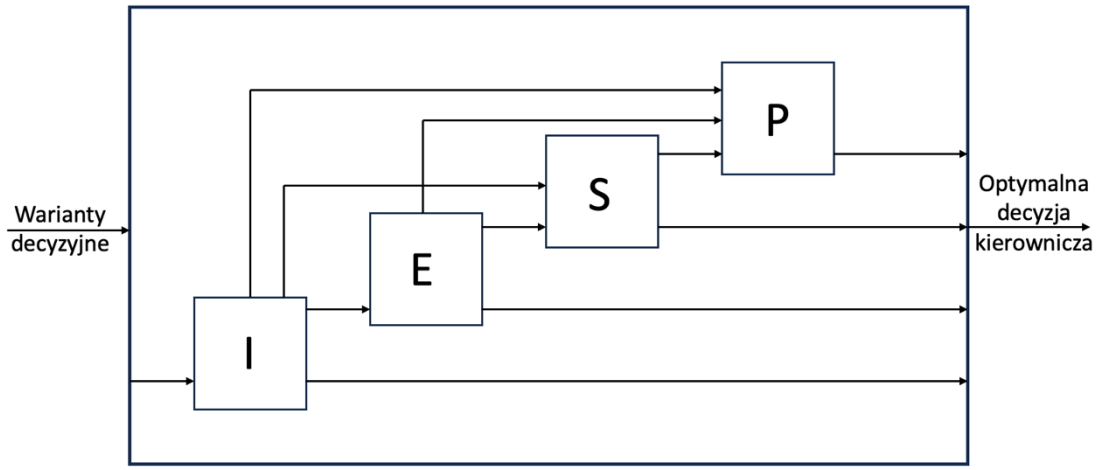
Ze względu na immanentne rozwiązania organizacyjne ukształtowane w strukturach przedsiębiorstwa jest ono zmuszone do ustalenia właściwych względem swojej wewnętrznej specyfiki zasad kodyfikacji, obiegu, sposobu odczytu oraz wartościowania danych, rozumianych, jako rozpoznane przez system ewidencji zdarzeń gospodarczych i dalej dostarczone ośrodkom zarządczym osadzonym w strukturach cząstkowych, informacje o aktualnych i przyszłych warunkach gospodarowania[387]. Wskazuje to na konieczność symultanicznego funkcjonowania dwóch struktur logicznych, gdzie jedna odpowiada za formalizację przekazywanych informacji o powstałym strategicznym problemie decyzyjnym, druga z kolei warunkuje ich analizę i ocenę na potrzeby ośrodka decyzyjnego. Podsystem formalizacji informacji dąży do systematyzacji i tym samym maksymalnego dopasowania do specyfiki organizacji sposobu zapisu danych, unifikując kanały komunikacji w oparciu o przyjęte, uporządkowane zbiory formuł o charakterze oficjalnym[388]. Przedmiotowa unifikacja służyć ma z jednej strony ujednoliceniu i usprawnieniu odczytu przekazywanych *sensu largo* danych przez heterogeniczne, funkcjonalnie sprzężone, fragmentaryczne struktury, z drugiej strony wyznaczać ma adresatom przekazywanych informacji zbiór zachowań dopuszczalnych przez sformalizowane regulatory wewnętrzne w postaci np. regulaminów czy instrukcji[389]. Z kolei w ramach podsystemu strukturalizacji informacji przeprowadzona zostaje stratyfikacja pozyskanych o warunkach gospodarowania danych, określająca ich znaczenie dla zoperacjonalizowanego i strategicznego

[386] R. Rutka, *Organizacja przedsiębiorstw. Przedmiot projektowania,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2001, s. 73.
[387] M. Mielus, *Informacyjny wymiar procesu decyzyjnego organizacji gospodarczej* w: *Zarządzanie zasobami informacyjnymi w warunkach nowej gospodarki*, red. R. Borowiecki, J. Czekaj, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2010, s. 240.
[388] A. Zaliwski, *Korporacyjne bazy wiedzy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2000, s. 23.
[389] *Informacyjny wymiar procesu decyzyjnego organizacji gospodarczej*, op. cit., s. 240.

funkcjonowania jednostki. Przeanalizowane i ocenione pod względem rangi istotności zasilenie informacyjne, na skutek właściwej strukturalizacji formalnej determinującej sprawność obiegu informacji, przekazywane jest jako redukująca niepewność wiedza o przyszłych warunkach działania do ostatniego ogniwa systemu realizującego strategiczny proces decyzyjny, tj. do podsystemu podejmowania decyzji strategicznych, który docelowo ma sformułować najlepszy możliwy względem rozpoznanych, uwarunkowań sposób postępowania podmiotu. Strategiczna decyzja kierownicza w przedstawionym ujęciu jest elementem sprzęgającym sferę regulacji z realizowanym w sferze realnej, podporządkowanym kryterium efektywnościowemu, procesem gospodarowania podmiotu[390].

Dążenie do podejmowania najlepszych strategicznych decyzji kierowniczych wymusza wykształcenie w strukturach systemu informacyjno-decyzyjnego czynników określających kryteria wyboru wariantów postępowania[391]. Przyjmując, więc, że stanowienie i realizacja strategii przedsiębiorstwa jest pochodną synergicznej realizacji dezagregowaniach na fragmentaryczne struktury funkcjonalne, wpisujących się w koncept strategiczny, funkcji cząstkowych, słuszności nabiera twierdzenie, że niezbędną jest unifikacja kryteriów wyboru wariantów przyszłego działania, konkretyzująca i dalej hierarchizująca je pod względem istotności dla podejmowania decyzji optymalnych. Unifikacja ta umożliwiać ma docelowo jednolite odnoszenie się struktur cząstkowych względem przyszłej zmienności uwarunkowań w kontekście realizacji ogólnoorganizacyjnej funkcji celu długookresowego, a tym samym ma pozwalać na zachowanie ogólnoorganizacyjnej, dynamicznej homeostazy, będącej sumą równowag cząstkowych, w działalności rozwojowej, strategicznej, podsystemów przedsiębiorstwa. Logiczny konstrukt kryteriów podejmowania optymalnych decyzji strategicznych znajduje się u podstaw funkcjonowania podsystemu podejmowania decyzji, będącego drugą ze składowych systemu informacyjno-decyzyjnego. Architekturę systemu podejmowania decyzji przedstawia rysunek 13.

[390] *Równowaga w funkcjonowaniu przedsiębiorstw transportowych,* op. cit., s. 130.
[391] Z. Gomułka, *Doskonalenie funkcjonowania organizacji,* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2009, s. 35 - 37.



gdzie:
I – czynnik informacji incydentalnej;
E – czynnik efektywnościowy
S – czynnik socjologiczny
P – czynnik psychologiczny

Rysunek 13. Struktura systemu decyzyjnego przedsiębiorstwa

Źródło: Źródło: K. Szałucki, *Równowaga w funkcjonowaniu przedsiębiorstw transportowych,* Wydawnictwo Texter, Warszawa 2017, s. 132.

Przetworzone we właściwy względem specyfiki podmiotu oraz dostarczone fragmentarycznym ośrodkom decyzyjnym dane o rozpoznanych bieżących i przyszłych warunkach brzegowych gospodarowania określają strategiczny problem decyzyjny, względem, którego podmiot zmuszony jest się ustosunkować, co w konsekwencji służyć ma jego rozwiązaniu. Pozyskane z otoczenia i dalej ustrukturalizowane oraz sformalizowane wewnątrz systemu organizacyjnego zasilenie informacyjne stanowi więc fundament kształtowania wariantów decyzyjnych, z których, w celu maksymalizacji korzyści w procesie gospodarowania, musi zostać wybrany najlepszy względem okoliczności funkcjonowania jednostki. Aby dokonany wybór wariantu decyzyjnego nosił znamiona optymalnego oparty musi zostać o fundament uwzględniający z jednej strony warunki jego podejmowania, z drugiej natomiast wywołane konsekwencje dla dynamicznej równowagi fragmentarycznych struktur funkcjonalnych. Akt dokonania wyboru konkretnego spośród wielu możliwych sposobów działania, znajdujący się u podstaw realizacji celów długookresowych, traktowany jest jako strategiczna decyzja kierownicza i determinowany jest przez działania skonfigurowanego pod względem doboru sprzężonych kauzalnie czynników systemu podejmowania decyzji, gdzie w pierwszej kolejności warianty decyzyjne podlegają ewaluacji przez czynnik informacji

incydentalnej[392]. Czynnik informacji incydentalnej, nazywany też czynnikiem kwalitatywnym, odnosi rozpatrywany wariant decyzyjny określający ewentualne, przyszłe postępowanie podmiotu do jego potencjału i możliwości organizacyjnych, kadrowych, techniczno-technologicznych, a także ekonomiczno-finansowych, jednocześnie weryfikując je pod kątem zgodności z normami wyznaczonymi przez nadrzędne regulatory legislacyjne. Na skutek realizowanej przez czynnik incydentalny funkcji celu dochodzi do odrzucenia wariantów decyzyjnych wykraczających poza wskazane charakterystyki jednostki gospodarującej i tym samym następuje zawężenie *spectrum* możliwych rozwiązań problemu decyzyjnego, czyli swobody decyzyjnej, do pola rozwiązań dopuszczalnych[393].

W dalszej kolejności warianty decyzyjne, które zgodne są z możliwościami funkcjonalnymi przedsiębiorstwa i normami prawnymi, rozpatrywane są przez pryzmat czynnika efektywnościowego, określanego również mianem czynnika kwantytatywnego, który zestawia potencjalne konsekwencje działania w ramach konkretnego wariantu decyzyjnego z nadrzędnym kryterium efektywnościowym. W szerokim ujęciu czynnik efektywnościowy lustruje poszczególne, hipotetyczne ścieżki postępowania pod kątem realizacji pożądanych charakterystyk ekonomiczno-finansowych, które w krótkim horyzoncie czasowym powinny odpowiadać optymalizacji przychodowo-kosztowej w myśl maksymalizacji przychodów i redukcji wydatków operacyjnych, i przez to zachowania płynności bieżącej, w strategicznym zaś z jednej strony zestawia je z kryterium maksymalizacji rentowności zaangażowanego do zrealizowania konkretnej decyzji w sferze realnej kapitału, z drugiej z zapewnieniem stabilnych zasileń finansowych, zgodnych z funkcją minimalizacji średnioważonego kosztu kapitału i jednoczesnej optymalizacji ryzyka z ich wykorzystaniem związanego[394]. Wobec tego odpowiada za badanie poszczególnych wariantów decyzyjnych pod względem szeroko rozumianej opłacalności w konkretnych perspektywach czasowych procesu gospodarowania. Czynnik efektywnościowy ogranicza swobodę decyzyjną zakresu wyboru wariantów postępowania do dopuszczalnego pola decyzji.

W ujęciu klasycznym spełnienie założeń czynnika efektywnościowego stanowi

[392] M. Suchanek, *Sztuczne sieci neuronowe w badaniach operacyjnych przedsiębiorstw transportowych,* Zeszyty Naukowe Wydziału Ekonomicznego Uniwersytetu Gdańskiego, Ekonomika Transportu i Logistyka, nr 53, 2014, s. 176.
[393] J.J. Kozubski, *Wprowadzenie do badań operacyjnych,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2004, s. 12.
[394] C. Dominiak, *Wielokryterialne wspomaganie podejmowania decyzji strategicznych w przedsiębiorstwie,* Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2013, s. 73-75.

jednocześnie warunek konieczny i dostateczny wyboru konkretnego wariantu decyzyjnego. Jednakże, choć spełnienie kryterium efektywnościowego znajduje się u podstaw procesu gospodarowania i pełni rolę podstawową w działalności gospodarczej, to przyjęcie paradygmatu traktującego o fundamentalnym znaczeniu ludzi i ich cech psychologicznych w funkcjonowaniu organizacji, a także optyki wskazującej na oddziaływanie społecznej części systemu społeczno-gospodarczego poprzez formułowanie norm etycznych, wyznaczających zakres obowiązków podmiotu w sferze społeczno-socjalnej, wymusza uzupełnienie systemu decyzyjnego jednostki o czynniki behawioralne o charakterze psychologicznym i socjologicznym[395].

Rozpatrywanie czynników behawioralnych w strategicznych procesach decyzyjnych skłania do uznania, że istnieją dwa wzajemnie sprzężone klucze percepcji ich roli. Pierwszy z kluczy percepcji stanowi, że cechą immanentną czynników behawioralnych jest ich wpływ na siłę i zakres oddziaływania zasileń informacyjnych na ośrodki decyzyjne[396]. Oznacza to, że determinują wzmocnienie, osłabienie, bądź też eliminację konkretnego bodźca w procesach wyboru wariantu postępowania. Z jednej strony zależność taka powodować może realizację konkretnych działań w pełnym zakresie pomimo negatywnej ewaluacji wariantu decyzyjnego przez czynnik efektywnościowy, traktując go, w kryteriach psychologiczno-społecznych, jako optymalny, z drugiej natomiast skutkować może odrzuceniem wariantu przyszłego postępowania pomimo jego pozytywnej oceny przez czynnik kwalitatywny oraz czynnik kwantytatywny, tym samym podporządkowując realizację funkcji maksymalizacji korzyści ekonomiczno-finansowych osiąganiu korzyści *sensu largo* socjologicznych – czy to w ujęciu jednostkowym czy w ujęciu grupy społecznej[397].

Z przedstawionego podejścia do roli czynników behawioralnych w strategicznych procesach decyzyjnych wynika drugi klucz ich percepcji odnoszący się do ekspozycji znaczenia ludzi oraz bagażu ich cech psychologicznych, a także więzi społecznych, w podejmowaniu wyborów. Zgodnie z nim realizacja celów strategicznych przedsiębiorstwa, podporządkowana formułom funkcji maksymalizacji, bądź minimalizacji wartości kategorii ekonomiczno-finansowych nie może się odbywać tak w oderwaniu od uwarunkowań psychologicznych decydentów, nadających

[395] R. Gamińska, *Psychologiczne aspekty podejmowania decyzji a rachunkowość zarządcza,* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 440, 2016, s. 206-209.
[396] *Zachowania organizacyjne przedsiębiorstw,* op. cit., s. 47-60.
[397] A. Motylska-Kuźma, J. Wieprow, *Psychologiczne aspekty podejmowania decyzji finansowych w przedsiębiorstwie,* Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, nr 1 (85), 2017, s. 131-134.

dokonywanym przez nich wyborom ścieżek działania przymiot subiektywizmu postrzegania konsekwencji wywoływanych przez te działania dla dalszego funkcjonowania struktur podmiotu, jak i nie może odbywać się bez uwzględnienia więzi społecznych i wynikającego z nich wpływu na dokonywane przez decydentów wybory, warunkując przez to hipotetyczne odchylenia od obiektywnie najlepszego stanu przyszłego jednostki[398]. Wobec tego słuszności nabiera stwierdzenie, że w kontekście funkcjonowania przedstawionych elementów systemu decyzyjnego, optymalna strategiczna decyzja kierownicza jest adekwatnym, względem możliwości funkcjonalnych podmiotu i charakterystyki psycho-społecznej kadry zarządzającej, wyborem wariantu długookresowo ujętego postępowania, który maksymalizuje, przy uwzględnieniu wymienionych płaszczyzn, korzyści ekonomiczno-finansowe gospodarowania, których osiągnięcie jest podwaliną zachowania sensu funkcjonowania przedsiębiorstwa.

Przyjęcie, że u podstaw każdego działania organizacji znajduje się podjęta decyzja kierownicza skłania ku stwierdzeniu, że dokonywanie opartych o zasilenia informacyjne wyborów dotyczących przyszłego funkcjonowania podmiotu gospodarującego stanowi istotę zarządzania, będącego *spiritus movens* funkcjonowania przedsiębiorstwa – tak w krótkim horyzoncie czasowym, jak i ułożonym z perspektyw operacyjnych horyzoncie strategicznym[399]. Dlatego też uprawniona jest konstatacja, że proces strategicznego zarządzania organizacją oparty jest o nieustanne względem pozyskiwanych danych o zmienności warunków gospodarowania funkcjonowanie systemu informacyjno-decyzyjnego, realizującego proces decyzyjny. Rozpatrując, więc gospodarowanie jednostki jako ciągły, kompleksowy i wielowymiarowy proces podporządkowany materializacji celów podstawowych, uznać należy, że strategiczne zarządzanie przedsiębiorstwem jest procesem fundamentalny, w ramach którego system informacyjno-decyzyjny zobowiązany jest do realizacji trzech sprzężonych logicznie procedur decyzyjnych. Pierwsza z nich związana jest z decyzjami dotyczącymi długookresowej strukturalizacji celowościowej i określeniem sposobu osiągnięcia tych celów. Druga z procedur decyzyjnych odnoszona powinna być do operacjonalizacji

[398] W. Jędrzejczyk, *Pozaekonomiczne czynniki ludzkich zachowań w teoriach ekonomicznych i ich wpływ na funkcjonowanie przedsiębiorstw,* Zeszyty Naukowe. Organizacja i Zarządzanie, Politechnika Łódzka, z. 51, 2013, s. 54-59.

[399] M. Zaborowski, *Model informacyjno-decyzyjny zarządzania zasobami* w: *Zarządzanie zasobami w przedsiębiorstwie,* red. M. Lisiński, Wyższa Szkoła Biznesu w Dąbrowie Górniczej, Dąbrowa Górnicza 2006, s. 137

strategii, czyli decyzji w zakresie implementacji w sferze realnej przyjętych rozwiązań samoregulacyjnych, a przez to wdrożenia wynikowo powiązanych w czasie działań fragmentarycznych struktur podmiotu, właściwych względem celów cząstkowych wpisujących się w koncept strategiczny. Ostatnia z procedur decyzyjnych realizowanych w *continnum* zarządzania strategicznego związana jest z kontrolą strategiczną, czyli decyzjami dotyczącymi weryfikacji pokrywania się osiągniętego stanu przyszłego ze stanem pożądanym, ustrukturalizowanym w przeszłości na etapie planowania strategicznego, co umożliwiać ma ewentualną korektę przyjętych rozwiązań funkcjonalnych[400].

U podstaw strategicznych procesów decyzyjnych odnoszących się do realizowanych w ramach zarządzania strategicznego funkcji cząstkowych planowania strategicznego, implementacji strategii i dalszej kontroli efektów jej wdrożenia znajdują się pozyskiwane z otoczenia zasilenia informacyjne, traktowane jako bodźce wymuszające czynne ustosunkowanie się podmiotu względem powstałego problemu decyzyjnego, rodzącego implikacje dla ujętej *ex ante* działalności jednostki. Taka optyka wymusza stwierdzenie, że przedsiębiorstwo dążąc do maksymalizacji efektów gospodarowania w ciągu rozwojowym zobligowane jest nie tylko do rejestracji bieżących, ale także przewidywania przyszłych warunków gospodarowania, ograniczając w ten sposób niepewność co do skutków przyszłych działań. Należy jednak w tym kontekście stwierdzić, że ze względu na mnogość elementów oddziałujących na podmiot oraz odmienną dynamikę i tok transformacji regulatorów przez poszczególne z nich stanowionych, przyszłe okoliczności realizacji procesu gospodarowania są trudne do przewidzenia w sposób jednoznaczny, a identyfikacja hipotetycznej, ujętej w czasie, metamorfozy warunków działania jest obarczona tym większą możliwością odchylenia od rzeczywistej, im bardziej wydłużony zostaje horyzont czasowy jej antycypacji[401]. Tym samym przedsiębiorstwo zmuszone jest dążyć do rozpoznania osadzonych w konkretnych perspektywach czasowych, potencjalnych ograniczeń oraz wyznaczników postępowania, a także do ich dalszej indukcji, co w efekcie doprowadzić ma do wyznaczenia zakresu oddziaływania oraz estymacji wielkości ryzyka towarzyszącego prowadzonej w przyszłości działalności[402]. Wobec tego choć osią

[400] E. Urbanowska-Sojkin, *Ryzyko w zarządzaniu strategicznym,* Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu nr 235, Poznań 2012, s. 41.
[401] *Stałość i zmienność w teorii i praktyce zarządzania,* op. cit., s. 23-26.
[402] *Kolonizacja ryzyka wdrażania strategii w przedsiębiorstwach,* op. cit., s. 68-71.

procesu decyzyjnego jest funkcjonowanie struktury logicznej opartej o działanie czynnika incydentalnego, efektywnościowego oraz czynników psychologicznego i społecznego to w wyborze optymalnego wariantu decyzyjnego, dostarczającego *sensu largo* największe korzyści, uwzględniony powinien być aspekt ryzyka, wyrażany potencjalnym odchyleniem rzeczywistego efektu od oczekiwanego. Taka sytuacja skłania do konkluzji, że uzupełniającym względem funkcjonowania wymienionych elementów systemu decyzyjnego jest specyficzne, wielofazowe, funkcjonowanie czynnika ryzyka, zawężającego obszar dopuszczalnych do wyboru wariantów decyzyjnych, do pola wariantów, które są zgodne nie tylko ze zdolnościami funkcjonalnymi jednostki, jej oczekiwaniami *sensu largo* efektywnościowymi oraz charakterystyką socjologiczną, ale także z możliwą turbulencją przyszłego postępowania, która powinna posiadać przymiot akceptowalnej. Jako akceptowalne ryzyko dla wyznaczonej strategicznie ścieżki postępowania należy rozumieć taką dopuszczalną siłę wpływu hipotetycznej zmienności warunków brzegowych na zaprojektowane w czasie t_{t-n} przyszłe działania, która nie będzie chwiać dynamiczną równowagą ośrodków odpowiedzialnych za realizację poszczególnych, cząstkowych wiązek celów, tym samym umożliwiając, na skutek generowanego w czasie efektu synergii, zachowanie ciągłości działalności jednostki i jej *sensu largo* rozwój[403].

Przyjmując, więc że kluczowym i podstawowym dla działalności strategicznej jest etap jej planowania oraz określenia ścieżek dojścia do ustrukturalizowanych celów, słusznym wydaje się być rozpoznanie uwarunkowań strategicznych procesów decyzyjnych na wskazanym etapie, będących *spiritus movens* dalszych działań w ciągu procesu gospodarowania i wzrostu przedsiębiorstwa w czasie. Szczególnego uwzględnienia wymaga rozważenie uwarunkowań procesów decyzyjnych w zakresie strategii w sferze ekonomiczno-finansowej, co wynika z konstatacji stanowiącej, że proces gospodarowania podporządkowany jest spełnianiu skwantyfikowanych formuł efektywnościowych, odnoszących się do generowania nadwyżki pieniężnie wyrażonych korzyści nad *sensu largo* nakładami na uzyskanie tych korzyści poniesionymi.

[403] *Zarządzanie ryzykiem,* op. cit., s. 375.

4.2. Uwarunkowania procesów decyzyjnych w zakresie strategii w sferze ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw

Działalność strategiczna przedsiębiorstwa, podporządkowana funkcji celu ogólnoorganizacyjnego w postaci rozwoju przejawiającego się poprawą pozycji konkurencyjnej, pomnażaniem wartości w czasie, w myśl kryterium jej maksymalizacji oraz zachowaniem ciągłości akumulacji finansowej, jest niejednorodna i wielopłaszczyznowa, jednak w ujęciu parcjalnym, rozpostarta pomiędzy sprzężone, przekształcane w ciągu działalności struktury odcinkowe, jest spójna funkcjonalnie[404]. Przedstawiona zależność stanowi pochodną dezagregacji strategicznej funkcji celu ogólnoorganizacyjnego na funkcje cząstkowe realizowane synergicznie we fragmentarycznych obszarach rynkowym, kadrowo-personalnym, technologicznym oraz sensu *largo* kapitałowym dotyczącym fundamentu funkcjonowania przedsiębiorstwa odnoszącego się do przekształceń kategorii ekonomiczno-finansowych. Wobec tego działalność strategiczna wpisująca się w rozpatrywaną ideę długookresowo ujętego procesu gospodarowania w rozbiciu na poszczególne z wymienionych obszarów cząstkowych odnosi się do kategorii energomaterialnych i informacyjnych o różnej charakterystyce, właściwej dla specyfiki konkretnego obszaru. Jednakże rozważana ontologicznie jest jednakowa pod względem realizacji strategicznych procesów decyzyjnych podporządkowanych zunifikowanym czynnikom warunkującym dokonywanie przez osadzone w konkretnych, fragmentarycznych strukturach ośrodki decyzyjne wyborów docelowo optymalnych wariantów decyzyjnych, spełniających nadrzędne kryterium efektywnościowe stanowiące o konieczności dążenia do osiągnięcia ekstremum funkcji generowania szeroko rozumianych, lecz wyrażonych w kategoriach pieniężnych korzyści ponad nakłady poniesione w celu ich uzyskania, przy jednoczesnym uwzględnieniu akceptowalnego ryzyka towarzyszącego procesom ich uzyskiwania[405]. Taka optyka skłania ku stwierdzeniu, że rozwój przedsiębiorstwa stanowi efekt realizacji właściwego względem rozpoznanych bieżących oraz antycypowanych przyszłych warunków brzegowych procesu zarządzania strategicznego, którego konstrukt oparty jest o ciągłość procesów decyzyjnych z jednej strony wiążących stanowienie oraz dalszą

[404] Z. Pierścionek, *Zarządzanie strategiczne w przedsiębiorstwie,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2011, s. 16.
[405] P. Banaszyk, *Zmiana kluczowych problemów strategicznych w zarządzaniu współczesnymi przedsiębiorstwami* w: *Wybrane problemy zarządzania – teraźniejszość i przyszłość,* red. S. Trzcieliński, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2013, s. 24-30.

realizację wiązek celów poszczególnych sfer cząstkowych długookresowo ujętego funkcjonowania podmiotu. Z drugiej zaś nadających prym kategoriom ekonomiczno-finansowym, jako kategoriom fundamentalnym, podstawowym w *continuum* rozwojowym, w których wyrażone są efekty gospodarowania w obrębie tych obszarów i których maksymalizacja legitymizuje funkcjonowanie przedsiębiorstwa w długim horyzoncie czasowym[406].

Rozpatrywanie procesu gospodarowania, jako procesu wymuszającego holistycznie rozumianą optymalizację ekonomiczno-finansową uzasadnia stwierdzenie, że słuszność strategicznych decyzji kierowniczych w obszarze rynkowym, kadrowo-personalnym oraz technologicznym w kontekście realizacji funkcji cząstkowych zarządzania strategicznego w postaci strategicznej strukturalizacji celowościowej, określenia ścieżek osiągania wyznaczonych celów długookresowych oraz ich dalszej zoperacjonalizowanej implementacji w sferze realnej działalności ostatecznie weryfikowana jest przez pryzmat zgodności z wyznaczoną samoregulacyjnie normą odnoszącą się do akceptowalnego i pożądanego poziomu nadwyżki pieniężnie wyrażonych korzyści[407]. Tym samym stwierdzić należy, że filarem realizacji strategicznej funkcji celu w zakresie sfery ekonomiczno-finansowej sprowadzającej się do maksymalizacji rentowności zaangażowanego w działalność strategiczną kapitału są właściwe, adekwatne względem egzo- i endogennych, obecnych, lecz w głównej mierze przyszłych warunków gospodarowania, wybory na etapie planowania strategicznego, projektujące właściwą względem specyfiki działalności rozwojowej przedsiębiorstwa strukturę przeznaczonych do wykorzystania w długim okresie aktywów, jak i architekturę ich finansowania[408]. Wskazać należy przy tym na zależność zwrotną stanowiącą, że decyzje kierownicze podejmowane przez ośrodki decyzyjne sfery ekonomiczno-finansowej, odnoszące się do konceptualizacji przekształceń kategorii majątkowo-kapitałowych, wyznaczają pole swobody wyboru wariantów decyzyjnych w pozostałych sferach, a co z tego wynika samoregulacyjnie określają zbiór decyzji, które zgodne są z oczekiwaniami partycypacji ich efektów w procesie wzrostu wartości przedsiębiorstwa

[406] I. Budzik-Nowodzińska, *Decyzje inwestycyjne a zarządzanie przedsiębiorstwem. Kontekst rozwoju,* Wydawnictwo Politechniki Częstochowskiej, Częstochowa 2021, s. 16.
[407] H. Zadora, *Strategie przedsiębiorstwa a ryzyko* w: *Strategie finansowe przedsiębiorstw w sytuacjach ryzykownych*, praca zbiorowa pod red. nauk. G. Łukasik, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach, Katowice 2004, s. 24 – 27.
[408] *Kapitałowa strategia przedsiębiorstwa,* red. nauk. J. Sobiech, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2002, s. 14.

w czasie[409]. Przytoczone powiązanie eksponuje zarówno podstawowy warunek realizacji procesu zarządzania strategicznego w postaci stosowania ujednoliconego zestawu kryteriów decyzyjnych, normalizujących ewaluację potencjalnych wyborów dokonywanych w poszczególnych sferach działalności strategicznej, jak i wymusza rozpoznanie specyficznych uwarunkowań procesów decyzyjnych w zakresie formułowania strategii płaszczyzny ekonomiczno-finansowej, jako sfery regulacyjnej określającej tak kierunek, jak i możliwości oraz granice rozwoju pozostałych sfer, w myśl konstatacji stanowiącej, że właściwe zasilenia energomaterialne, w rozumieniu zasileń kapitałowych, stanowią jedocześnie warunek konieczny, jak i *spiritus movens* procesów urzeczywistniania podejmowanych decyzji strategicznych w mechanizmach sfery realnej[410].

Identyfikację uwarunkowań procesów decyzyjnych w zakresie strategii w sferze ekonomiczno-finansowej należy rozpocząć od analizy uwarunkowań o charakterze kwalitatywnym, czyli uwarunkowań wyznaczających pole swobody decyzyjnej rozumianej jako zbiór potencjalnych decyzji strategicznych, które wpisując się w koncept urzeczywistnienia pożądanego, przyszłego stanu majątkowo-kapitałowego przedsiębiorstwa, zachowują zgodność z szeroko rozumianymi możliwościami funkcjonalnymi podmiotu. Uwarunkowania kwalitatywne są heterogeniczne, bowiem zbiór potencjalnych, strategicznych decyzji w sferze ekonomiczno-finansowej wyznaczany jest przez iloczyn logiczny integrujący bezpośrednio lub pośrednio charakterystyki wszystkich płaszczyzn działalności strategicznej[411]. W pierwszej kolejności uwarunkowania kwalitatywne procesów decyzyjnych rozpatrywanej sfery gospodarowania długoterminowego odnosić należy do konieczności zapewnienia zgodności sposobu finansowania, specyfiki majątku będącego przedmiotem finansowania oraz stanowionych, związanych z tym majątkiem, zasad generowania przychodów i kosztów w perspektywie zoperacjonalizowanej, jak również zasad zapewniających ciągłość akumulacji w perspektywie długookresowej, z nadrzędnym regulatorem legislacyjnym. Wobec tego podstawowym, pierwotnym i nadrzędnym jest uwzględnienie w strategicznych procesach decyzyjnych bieżącego kształtu regulacji prawnych oraz ich potencjalnych przekształceń między innymi w zakresie prawa

[409] Z. Głodek, *Finanse przedsiębiorstwa. Długoterminowe decyzje inwestycyjne i finansowe,* Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa w Gorzowie Wielkopolskim, Gorzów Wielkopolski 2012, s. s. 10 -13
[410] J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Podstawy teorii,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2002, s. 13-17.
[411] *Kształtowanie równowagi przedsiębiorstw transportowych,* op. cit., s. 87.

podatkowego, rachunkowego czy prawa określającego zasady funkcjonowania przedsiębiorstwa w odniesieniu do jego formy organizacyjno-prawnej, więc np. do regulacji zawartych w kodeksie spółek handlowych czy w kodeksie cywilnym[412].

Drugim z uwarunkowań o charakterze kwalitatywnym są uwarunkowania wymuszające spełnienie przez otrzymaną informację o charakterystyce efektywnościowej niezbędnego, minimalnego progu pewności, co oznacza w kontekście przedmiotowej sfery z jednej strony określoną miarę probabilistyczną, że termin wymagalności kapitału wykorzystanego do realizacji założeń strategicznych będzie tożsamy z czasem użytkowania aktywów finansowanych tym kapitałem. Z drugiej strony, że nabyte aktywa osiągną w dającej się określić perspektywie czasowej pożądany poziom rentowności i tym samym stanowić będą wkład w procesach samofinansowania jednostki[413]. Ośrodek decyzyjny zmuszony jest rozsądzać kwestię prawdopodobieństwa generowania przez nabywane aktywa nadwyżki korzyści ekonomicznych, a także ewentualną możliwość zastąpienia konkretnego sposobu finansowania aktywów innym, równie, *sensu largo*, efektywnym źródłem zasileń kapitałowych. Niespełnienie przedmiotowego wymogu generować będzie ryzyko niedoboru kapitału pieniężnego oraz konieczność poszukiwania alternatywnych i/lub dodatkowych, często bardziej kosztownych źródeł finansowania majątku, bądź zastąpienie nabytych aktywów trwałych innymi, generującymi korzyści finansowe[414].

Kolejną z okoliczności kwalitatywnych stanowiącą wkład w określeniu potencjalnego pola strategicznych decyzji w sferze ekonomiczno-finansowej jest uwarunkowanie związane z możliwością pozyskania odpowiedniej ilości kapitału względem zapotrzebowania na realizację funkcji rozwojowych, przede wszystkim w wymiarze rozwoju kwantytatywnego[415]. Tym samym z jednej strony odnosi się do kwestii zdolności osiągnięcia właściwego poziomu samofinansowania, czyli wypadkowych wniesienia niezbędnych wkładów właścicielskich oraz generowania odpowiedniego poziomu zysku z działalności operacyjnej, zapewniającego podstawowe,

---

[412] M. Kabut, T. Malesa, *Funkcjonowanie przedsiębiorstwa a otoczenie prawne na przykładzie branży samochodowego transportu ładunków,* Acta Universitatis Nicolai Copernici, Zarządzanie, 42 (3), 2015, s. 140-142

[413] A. Bielawska, *Finanse przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka,* Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2000, s. 211-212.

[414] M.R. Borowski, *Efektywność inwestycji dostosowawczych* w: *Finanse przedsiębiorstwa. Możliwości i ograniczenia finansowe*, red. nauk. J. Grzywacz, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2018, s. 78-79.

[415] R. Jóźwicki, P. Trippner, *Istota i formy finansowania działalności przedsiębiorstw,* Przegląd Papierniczy, R. 62, nr 9, s. 539-542.

endogenne zasilenie środków pieniężnych służących realizacji celów strategicznych[416]. W kontekście samofinansowania nie można pominąć istotnej kwestii związanej ze strukturalizacją polityki amortyzacyjnej, umożliwiającej, poprzez pomniejszenie podstawy opodatkowania, zachowanie kapitału w działalności i możliwość jego dalszej alokacji we właściwych aktywach, w rozumieniu reinwestycji podporządkowanych wytworzeniu pożądanej wielkości wartości dodanej[417]. Z drugiej strony uwarunkowanie odnoszące się do zapewnienia odpowiedniego poziomu finansowania, przy niedoborze środków pieniężnych generowanych endogennie i dążeniu do optymalizacji w sferze ekonomiczno-finansowej, związane jest z dostępnością źródeł pozyskiwania kapitału obcego lub kapitału o charakterze mieszanym[418]. Związane jest więc z możliwością wykorzystania zewnętrznych źródeł finansowania, czyli sposobnością uzyskania m.in. kredytów, pożyczek, różnego rodzaju dotacji, subwencji, a także z emisją papierów dłużnych, do których wykupienia w określonym terminie przedsiębiorstwo będzie zobowiązane. Niezdolność uzyskania odpowiedniego poziomu finansowania względem wymaganego w konkretnym wariancie decyzyjnym stanowi podstawę jego odrzucenia.

Następne z uwarunkowań cząstkowych o charakterze incydentalnym związane jest z możliwościami technicznymi i technologicznymi przedsiębiorstwa. W kontekście procesów decyzyjnych sfery ekonomiczno-finansowej należy przyjąć trzy sprzężone klucze ich percepcji. Po pierwsze uwarunkowania techniczno-technologiczne w strategicznych procesach decyzyjnych należy postrzegać przez pryzmat zależności stanowiącej, że środki pieniężne wykorzystane do sfinansowania majątku o długim terminie przydatności w przedsiębiorstwie powinny służyć terminowemu pozyskaniu kompletnych i zdatnych do użytkowania środków trwałych lub wytworzeniu we własnym zakresie środków trwałych, które w sposób harmonijny, niezakłócający procesów sfery realnej i zgodny z umiejętnościami organizacyjnymi przedsiębiorstwa, zostaną wdrożone do realizacji procesów podstawowych. Po drugie, majątek, do którego przedsiębiorstwo ma nabyć prawo użytkowania w sposób istotny przyczyni się do realizacji funkcji celu ekonomiczno-finansowego w postaci maksymalizacji wartości w czasie, w rozumieniu obniżenia kosztów i wzrostu przychodów w perspektywie operacyjnej, oraz wzrostu

[416] M. Mądra-Sawicka, *Samofinansowanie inwestycji przedsiębiorstw przetwórstwa spożywczego a poziom ich efektywności,* Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oceonomia, vol. 51, nr 6, 2017, s. 198-199.
[417] D. Bem, *Amortyzacja podatkowa środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych jako źródło finansowania wewnętrznego, metody amortyzacji, problemy,* Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH, nr 82, 2007, s. 38.
[418] *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie,* op. cit., s. 64-65.

rentowności aktywów i zachowania ciągłości oraz docelowo wykładniczego wzrostu poziomu zakumulowanej gotówki w perspektywie strategicznej[419]. Po trzecie, co skorelowane jest z pozostałymi dwoma kluczami percepcji uwarunkowań techniczno-technologicznych, finansowany majątek o charakterze strategicznym powinien wpisywać się w ścieżkę realizacji celu długookresowego w postaci poprawy pozycji konkurencyjnej podmiotu gospodarującego[420].

Pozytywna ewaluacja warunków incydentalnych odnoszących się do zgodności rozważanego wariantu decyzyjnego z minimalnym progiem pewności informacji co do zasadności oraz terminu wykorzystania kapitału, normami legislacyjnymi, możliwościami organizacyjnymi, charakterystyką techniczno-technologiczną finansowanych aktywów oraz możliwością uzyskania odpowiedniego poziomu finansowania uzasadnia jego dalsze rozpatrzenie w odniesieniu do uwarunkowań o charakterze kwantytatywnym, związanym z efektywnością projektowanych, długookresowych rozwiązań. Kategoria efektywności w kontekście decyzji strategicznych jest fundamentalna i powinna być rozważana przez pryzmat pożądanego kształtowania przyszłych przepływów pieniężnych traktowanych jako wypadkowa optymalizacji w ramach sprzężonych kategorii minimalizacji średnioważonego kosztu kapitału angażowanego w długookresowo ujętą działalność podmiotu, maksymalizacji wartości wykorzystanych środków pieniężnych oraz rentowności tak pozyskiwanych aktywów trwałych, jak i kapitału własnego, przy jednoczesnym osiąganiu akceptowalnego ryzyka strategicznego. Przedmiotowe, fragmentaryczne wymiary efektywności, z którymi związane są strategiczne procesy decyzyjne sfery ekonomiczno-finansowej, powinny być uzupełnione o dążenie do uzyskania równowagi funkcjonalnej, wyrażanej w perspektywie krótkookresowej gospodarowania maksymalizacją wartości sprzedaży, minimalizacją jej kosztów oraz zapewnieniem przedsiębiorstwu zdolności płatniczej[421]. Niemniej w kontekście strategicznych procesów decyzyjnych przedmiotowej sfery spośród wymienionych aspektów kategorią fundamentalną jest minimalizacja kosztu wykorzystywanego do finansowania działalności rozwojowej kapitału. Koszt kapitału wiąże płaszczyzny decyzji *stricte* finansowych, decyzji inwestycyjnych, do których decyzje finansowe się odnoszą, poziomu dochodu docelowo

[419] W. Kurek, *Metody oceny rzeczowych przedsięwzięć inwestycyjnych,* Wydawnictwo Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów 2006, s. 9.
[420] P. Filis, *Finansowa ocena inwestycji rzeczowych,* Wydawnictwo DIFIN, Warszawa 2016, s. 12-25.
[421] *Wyzwania strategiczne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa,* op. cit., s.20-21.

generowanego przez przedsiębiorstwo jak i skali korzyści rejestrowanych przez wierzycieli kapitału[422]. W efekcie, kształtowanie poprzez realizację strategicznych procesów decyzyjnych docelowego kosztu wykorzystywanego kapitału jest kluczowym ogniwem transformacji kategorii strumieniowych przyszłych dochodów, będących pochodną realizowanych procesów rozwojowych, w wartość bieżącą (tzw. *PV- present value)* projektów inwestycyjnych, bądź ogólnie efektów gospodarowania przedsiębiorstwa[423].

Mnogość czynników konstatujących pojęcie kosztu wykorzystywanego w działalności strategicznej przedsiębiorstwa kapitału wymusza jego wielowymiarową percepcję. W pierwszej kolejności koszt kapitału postrzegać należy przez pryzmat relacji pomiędzy oczekiwanym przez kapitałodawców dochodem z tytułu zaangażowania w działalność strategiczną jednostki środków pieniężnych a wartościowo wyrażoną wielkością tego zaangażowania. Taka optyka uzasadnia, że koszt kapitału wyraża w stopie procentowej cenę, którą przedsiębiorstwo jest zmuszone zapłacić w zamian za prawo do dysponowania środkami pieniężnymi wierzyciela[424]. Co z tego wynika, wyznacza on niezbędną do wygenerowania przez jednostkę stopę zwrotu z wykorzystywanych, nabytych w drodze inwestycji, aktywów, a przez to ustala minimalny próg rentowności majątku długoterminowego, przy którym inwestycje staną się dla donatorów zasobów kapitałowych, tak wewnętrznych udostępniających kapitał własny, jak i zewnętrznych, udostępniających kapitał obcy, *sensu largo* opłacalne[425]. Tym samym uzyskana rentowność majątku przedsiębiorstwa, w którym zostały zaalokowane środki pieniężne powinna umożliwiać realizację funkcji akumulacji finansowej i maksymalizacji ekonomicznej wartości dodanej w czasie, przy jednoczesnym, obligatoryjnym, zaspokojeniu oczekiwań kapitałodawców, co w konsekwencji uzasadnia konstatację, że koszt kapitału jest uzależniony nie tylko od źródła jego pochodzenia, ale także od stopy zwrotu uzyskanej na skutek jego wykorzystania w długookresowo ujętych procesach gospodarowania[426]. Koszt kapitału

[422] A. Sierpińska-Sawicz, *Cele finansowe w strukturze celów przedsiębiorstwa* w: *Aktualne problemy funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstw,* red. M. Kowalik, A. Sierpińska-Sawicz, Wydawnictwo Vizja-Press, Warszawa 2014, s. 19-37.
[423] A. Duliniec, *Koszt kapitału w teorii i praktyce przedsiębiorstw,* Gospodarka Narodowa, vol 254 (3), 2012, s. 2.
[424] *Gospodarka finansowa przedsiębiorstwa. Długookresowe decyzje finansowe,* op. cit., s. 86.
[425] P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2007, s. 84-85.
[426] J. Ostaszewski, T. Cicirko, K. Kremczyńska-Gigol, P. Russel, *Finanse spółki akcyjnej,* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2009, s. 176.

oraz dalej związane z nim dopuszczalne pole decyzji w obszarze ekonomiczno-finansowym wyznaczane są przez kształt regulatorów natury egzogennej oraz przez regulatory o charakterystyce endogennej.

Jako podstawowe, niekontrolowane przez przedsiębiorstwo, determinanty kształtujące koszt kapitału, którego pożądany poziom jest fundamentem decyzji kierowniczych formułujących strategię w obszarze ekonomiczno-finansowym, należy identyfikować ogólne, makroekonomiczne warunki gospodarowania, będące wynikiem równowagi na rynku kapitałów pieniężnych oraz oczekiwań inflacyjnych[427]. Układ sił rynkowych, w połączeniu z antycypowanym poziomem inflacji warunkuje zmiany w oczekiwaniach inwestorów, kształtując minimalny, dopuszczalny poziom stopy zwrotu z powierzonego jednostce kapitału, będącej określaną stopą zwrotu wolną od ryzyka[428]. Ośrodki decyzyjne sfery ekonomiczno-finansowej powinny jednak uwzględniać w procesach działalności strategicznej, że alokacja kapitału obcego pochodzenia w składniach majątku przedsiębiorstwa wiąże się z oczekiwaną przez inwestorów premią za ponoszone ryzyko. Premia za ryzyko wyznaczana jest między innymi przez ewaluację działalności rozwojowej podmiotu przez wierzyciela kapitału w kategoriach zachowania przez jednostkę płynności, estymowanej rentowności projektu, konkurencyjności nabywanych aktywów, struktury kapitału, a także charakterystyki ogólnoorganizacyjnej strategii i stanowi nadwyżkę ponad rynkowo wyznaczoną stopę zwrotu wolną od ryzyka[429]. Należy wskazać także, że koszt kapitału kształtowany jest w zależności od okresu na jaki podmiot zapożycza środki pieniężne oraz przez decyzje strategiczne tak w zakresie podejmowania przedsięwzięć inwestycyjnych o wysokim ryzyku niepowodzenia, jak i strukturalizacji ich finansowania. Słuszności nabiera więc stwierdzenie stanowiące, że im trudniej odzyskać zewnętrznym podmiotom finansującym rozwój jednostki kapitał i im bardziej ryzykowne jest przedsięwzięcie i wyższy jest udział środków pieniężnych pochodzenia obcego w strukturze jego finansowania tym wyższe jest ryzyko inwestora, co w konsekwencji przekłada się na wyższą oczekiwaną stopę zwrotu, a przez to na wyższy koszt udzielanego kapitału. Taka optyka z jednej strony wskazuje na uwarunkowanie decyzyjne odnoszące się do konieczności angażowania w działalność strategiczną określonej puli zasobów kapitału własnego jako kapitału

[427] E. Komajda, *Koszt kapitału obcego w przedsiębiorstwie*, Przegląd organizacji, nr 12, 2001, s. 23-24.
[428] *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura,* op. cit., s. 82.
[429] A. Paździor, *Wpływ premii za ryzyko na opłacalność przedsięwzięć inwestycyjnych,* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 98, 2010, s. 245-249.

trwale związanego z działalnością podmiotu i nie podlegającego roszczeniom stron trzecich. Z drugiej strony zaznacza istotność kwestii określenia wolumenu zapotrzebowania na zewnętrzne finansowanie procesów rozwojowych. Przedstawione podejście sygnalizuje, że jednym z kwantytatywnych uwarunkowań procesów decyzyjnych w zakresie strategii sfery ekonomiczno-finansowej jest strukturalizacja źródeł finansowania działalności rozwojowej, odnosząca się do materii kształtowania akceptowalnego ryzyka, minimalizacji kosztu kapitału oraz maksymalizacji rentowności kapitału własnego.

Uwarunkowanie decyzyjne odnoszące się do strukturalizacji finansowania projektów inwestycyjnych znajduje swoje umocowanie w teorii substytucji stanowiącej, że istnieje właściwa dla konkretnego podmiotu struktura finansowania działalności rozwojowej[430]. W holistycznym ujęciu optymalna struktura kapitału umożliwiać powinna maksymalizację wartości inwestycji, a przez to stanowić wkład w procesach maksymalizacji wartości rynkowej podmiotu[431]. Ośrodek decyzyjny dążąc do strategicznej projekcji rozwiązań w przedmiotowym zakresie jest zobowiązany przypisać każdemu rodzajowi funduszu zaangażowanemu w działalność długookresową, niezależnie od tego czy jest pochodzenia wewnętrznego czy zewnętrznego, określoną, cząstkową wartość kosztu[432]. Konsolidacja wag cząstkowych kosztów poszczególnych kapitałów pochodzących z różnych źródeł, zarówno wewnętrznych, jak i zewnętrznych, umożliwia ustalenie całkowitego kosztu kapitału biorącego udział w zasilaniu procesów rozwojowych jednostki, określanego mianem średniego ważonego kosztu kapitału *(Weighted Average Cost of Capital – WACC)*. Uwarunkowanie decyzyjne związane z doborem odpowiedniej struktury finansowania, bezpośrednio powiązane z kwestią minimalizacji *WACC,* odnosi się do konieczności relatywizacji, wynikających m.in. z efektu tarczy podatkowej, korzyści wykorzystania kapitałów obcych w stosunku do kosztów trudności finansowych powstałych na skutek wzrostu ryzyka finansowego, wiążącego się z potencjalną niewypłacalnością, kosztami agencji oraz bankructwem. Dążenie do znalezienia kompromisu pomiędzy pozytywnymi efektami podatkowymi i minimalizacją średniego ważonego kosztu kapitału a ryzykiem prowadzi do konieczności uwzględniania w strategicznych procesach decyzyjnych dźwigni

[430] J. Piątkowska, *Czynniki optymalizacji struktury kapitału. Praktyczna weryfikacja.,* Współczesne Finanse. Teoria i Praktyka, nr 1/2017 (2), s. 46-47.
[431] B. Kołosowska, A. Tokarski, M. Tokarski, E. Chojnacka, *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa 2014, s. 98
[432] *Gospodarka finansowa przedsiębiorstwa. Długoterminowe decyzje finansowe*, op. cit., 89.

finansowej (*Financial Leverage – FL)*, czyli zjawiska wynikającego z relacji udziału oprocentowanego kapitału obcego w strukturze finansowania projektów rozwojowych do kapitału własnego[433]. Zaznaczyć należy jednak, że pochodzenie kapitału własnego w kontekście ustalania optymalnego poziomu dźwigni finansowej (*Degree of Finanancial Leverage - DFL)* nie jest istotne[434]. Stanowi jednak uwarunkowanie natury m.in. behawioralnej, bowiem pozyskiwanie kapitału własnego np. poprzez emisję akcji wiązać się może z oporem decydentów ze względu na potencjalne rozdrobnienie struktury właścicielskiej czy utracenie rzeczywistej kontroli nad jednostką.

Maksymalizacja korzyści w zakresie finansowania działalności rozwojowej wymaga rozważenia kwestii rentowności kapitału własnego (*Return On Equity - ROE)*, czyli uzyskania określonej, zgodnej z samoregulacyjnie wyznaczonym standardem, docelowo zbieżnym z wartością ekstremum funkcji optymalizacyjnej, stopy zwrotu z zainwestowanych kapitałów własnych przedsiębiorstwa. Rentowność kapitału własnego stanowi podstawowy miernik efektów gospodarowania przedsiębiorstwa w myśl koncepcji zorientowanej na pomnażanie korzyści *sensu largo* interesariuszy, nadając prym dążeniu podmiotu do osiągania celów długookresowych w postaci maksymalizacji wolumenu zakumulowanej gotówki oraz symultanicznej realizacji funkcji korzyści właścicielskiej[435]. Maksymalizacja rentowności kapitału własnego traktowana powinna być, jako uwarunkowanie syntetyczne, które konstatowane jest przez trzy wzajemnie sprzężone uwarunkowania fragmentaryczne przyjmujące formę maksymalizacji rentowności sprzedaży generowanej na skutek procesów rozwojowych, optymalizacji cyklu rotacji aktywów wykorzystywanych w działalności oraz dostosowania do specyfiki jednostki poziomu dźwigni kapitałowej, której mechanizm docelowo warunkować ma możliwie duże zmniejszenie udziału kapitału własnego w strukturze finansowania inwestycji oraz zwiększenie jednostki zysku przypadającego na jego zainwestowaną jednostkę[436]. O ile materia rentowności sprzedaży i rotacji aktywów odnosi się w głównej mierze do etapu operacjonalizacji rozwiązań to na etapie projekcji strategii ekonomiczno-finansowej kwestią fundamentalną jest rozsądzenie

[433] J. P. Fan, S. Titman, G. Twite, *An international comparison of capital structure and debt maturity choices*, Journal of Financial and Quantitive Analysis, 47 (1), 2012, s. 48.
[434] G. Łukasik, D. Naczyński, *Rola struktury kapitału w kształtowaniu wartości przedsiębiorstwa (elementy teorii, doświadczenia praktyki),* Ekonomia i organizacja gospodarki żywnościowej. Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego, vol. 112, Warszawa 2015, s. 76.
[435] A. Sajnóg, *Zysk całkowity a rentowność kapitału własnego przedsiębiorstwa,* Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, nr 263, Katowice 2016, s. 168.
[436] D. Wędzki, *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego,* Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 519-521.

pożądanego poziomu dźwigni finansowej, co determinować będzie wybory w kwestii kształtowania struktury pasywów. Strategiczne decyzyjne kierownicze odnoszące się do tego wymiaru powinny doprowadzać do podwyższenia wartości *ROE*, czyli do sytuacji, w której oprocentowane zobowiązania generujące koszty finansowe w postaci odsetek w możliwie dużym stopniu pomniejszą podstawę opodatkowania, tym samym zwiększając zysk netto oraz zmniejszając *WACC*. Wobec tego warunkiem koniecznym do uwzględnienia w procesach samoregulacyjnych stanowiących o kształcie strategii w rozważanej sferze jest kryterium zaangażowania takiej wielkości oprocentowanego kapitału obcego, który pozwoli zachować dodatni, najbardziej odpowiedni poziom dźwigni kapitałowej, *a contrario* do sytuacji, w której podmiot finansowałby procesy rozwojowe wyłącznie kapitałem własnym[437].

Pole potencjalnych decyzji strategicznych poprzez nałożenie na nie uwarunkowań o charakterze efektywnościowym zostaje zawężone do pola decyzji dopuszczalnych. Wymaga ono jednak korekty o uwarunkowania behawioralne, bowiem decyzje strategiczne, w myśl koncepcji stanowiącej, że przedsiębiorstwo jest systemem antropocentrycznym, podejmowane są przez ośrodki posiadające określony bagaż cech psychologicznych oraz pozostające w określonych relacjach społecznych. Wobec tego istnieje możliwość, że decyzje strategiczne w sferze ekonomiczno-finansowej, wbrew założeniom teorii klasycznej, nie będą podejmowane w pełni logicznie i racjonalnie, co oznacza, że warianty decyzyjne nie podlegają wyłącznie ewaluacji w kryteriach maksymalizujących korzyści pieniężne w ramach procesów rozwojowych[438]. Można, więc stwierdzić, że uwarunkowania natury behawioralnej stanowią podstawę wypaczenia racjonalności decyzji, co uzasadnia, że właściwy strategiczny wariant decyzyjny nie tylko spełnia oczekiwania regulacji o charakterze kwalitatywnym i kwantytatywnym, ale jest dopuszczony przez psychologiczne cechy decydenta oraz siatkę sprzężeń pomiędzy decydentem a jego otoczeniem znajdującym się przede wszystkim wewnątrz organizacji[439].

W ramach identyfikacji uwarunkowań behawioralnych w pierwszej kolejności należy rozważyć uwarunkowania psychologiczne, traktowane jako uwarunkowania związane z podatnością na zniekształcenia kognitywne w procesach rejestracji,

[437] *Finansowanie przedsiębiorstwa. Narzędzia i instrumenty,* op. cit., s. 88.
[438] A. Motylska-Kuźma, J. Wieprow, *Psychologiczne aspekty podejmowania decyzji finansowych w przedsiębiorstwie,* Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, nr 1/2017 (85), s. 130-131.
[439] M. Czerwonka, *Finanse behawioralne. Główne założenia i nowe wyzwania,* Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2023, s. 75-78.

przetwarzania oraz ewaluacji uzyskiwanych przez decydentów informacji[440]. Uwarunkowania psychologiczne jako czynniki zakłócające, powodujące odchylenie od postaw w pełni racjonalnych, są determinowane zarówno przez immanentny sposób percepcji przyszłych uwarunkowań gospodarowania, jak i przez emocje, motywacje, stany czy cechy indywidualne jednostek decyzyjnych powstałe na kanwie doświadczeń okresów ubiegłych[441]. Wśród uwarunkowań psychologicznych będących wypadkową wskazanych kwestii umiejscowić należy między innymi właściwy ośrodkowi decyzyjnemu poziom optymizmu w podejmowaniu strategicznych decyzji kierowniczych. Związany jest ze stopniem realizmu ewaluacji rozpatrywanego wariantu decyzyjnego[442]. Zbyt wysoki stopień optymizmu skutkować może przeszacowaniem korzyści oraz niedoszacowaniem reperkusji, czyli np. przewartościowaniem potencjalnej rentowności nabywanego majątku oraz niedowartościowaniem kosztów związanych z jego finansowaniem. Należy wskazać, że bezpośrednio powiązanym z właściwym ośrodkowi decyzyjnemu stopniem optymizmu antycypacji przyszłych, pożądanych stanów jest poziom pewności związanej z przekonaniem co do słuszności dokonywanych wyborów względem umiejętności organizacyjnych. Nadmierna pewność w tym kontekście związana jest z możliwym, niesłusznym sądem co do stanu wiedzy o przyszłych warunkach gospodarowania, co w odróżnieniu od nadmiernego optymizmu, odnosi się do braku racjonalności nie tyle w zakresie antycypacji przekształceń warunków otoczenia, w mniemaniu decydenta, korzystnych dla możliwości urzeczywistnienia konkretnego wariantu decyzyjnego, ale raczej do błędnego postrzegania możliwości funkcjonalnych podmiotu[443].

Kolejne z uwarunkowań psychologicznych strategicznych procesów decyzyjnych dotyczy percepcji zakresu kontroli nad procesami sfery ekonomiczno-finansowej[444]. Związane jest ono materią subiektywnego poglądu decydenta na prawdopodobieństwo osiągnięcia pożądanych rezultatów. Zgodnie ze zjawiskiem złudnej kontroli decydent nie uwzględnia losowych czynników potencjalnie destabilizujących lub uniemożliwiających realizację określonych procesów. Przedmiotowe uwarunkowanie odnosi się do

[440] T. Zaleśkiewicz, *Beyond risk seeking and risk aversion: Personality and the dual nature of economic risk taking,* „European Journal of Personality", vol. 15, 2001, s. 106.
[441] M. Adamczyk-Kowalczuk, *Behawioralne determinanty decyzji inwestycyjnych na rynku kapitałowym,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2022, s. 71.
[442] M. Radke, *Nadmierny optymizm analityków sporządzających rekomendacje giełdowe w wycenach przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2023, s. 56.-57.
[443] K. Czempas, *Nieracjonalność inwestorów jako podstawowa kategoria finansów behawioralnych,* Akademia Ekonomiczna w Katowicach, Katowice 2007, s. 84-87.
[444] *Psychologiczne aspekty podejmowania decyzji finansowych w przedsiębiorstwie,* op. cit., s. 135.

deterministycznego poglądu na skutek podejmowanych decyzji, odrzucając jednocześnie możliwie występujące ryzyko. Tak więc immanentny dla decydenta poziom pewności co do kontrolowalności skutków przyjętych rozwiązań wpływa na jego postawy względem ryzyka. W kwestii strategicznych decyzji rozważanej płaszczyzny może warunkować np. brak optymalizacji poziomu zadłużenia w strukturze finansowania inwestycji, nieuwzględnianie zmiennych rynkowych wpływających na konkurencyjność nabywanego majątku i przez to jego rentowność czy przyjmowanie rozwiązań w zakresie optymalizacji podatkowej, względem których nie jest uformowana i utrwalona korzystna dla przedsiębiorcy linia orzecznicza organów skarbowych czy sądów administracyjnych[445]. Ze zjawiska złudnej kontroli wynika heurystyka dostępności, która odnosi się do tendencji decydenta do wykorzystywania w procesach decyzyjnych informacji wyłącznie zgodnych z jego przekonaniami co do sposobu rozwiązania konkretnego problemu decyzyjnego. Wystąpienie błędów poznawczych w zakresie rejestracji informacji uniemożliwia rzetelną ocenę sytuacji decyzyjnej, tym samym zakłócając realizację nadrzędnego kryterium efektywnościowego w procesach gospodarowania.

Obok wskazanych uwarunkowań o charakterze psychologicznym, odnoszących się w sposób specyficzny do konkretnego decydenta, w procesach decyzyjnych formułujących strategię sfery ekonomiczno-finansowej występują uwarunkowania natury socjologicznej, na mocy których decydent poddany jest bodźcowaniu przez innych członków organizacji. Wśród uwarunkowań socjologicznych wskazać należy między innymi wykształconą kulturę organizacyjną oraz klimat organizacyjny. Kultura organizacyjna wyznacza określony dla społeczności wewnątrzorganizacyjnej zbiór wartości, określający akceptowalne zachowania osób decyzyjnych[446]. Klimat organizacyjny z kolei to zjawisko względnie nietrwałe w stosunku do kultury organizacyjnej, działające w sposób motywujący lub demotywujący do podejmowania określonych decyzji, wywołując efekt wzmocnienia lub osłabienia w procesach ich urzeczywistnienia[447]. Nie bez znaczenia w tym kontekście jest także struktura organizacyjna oraz wynikający niej zakres swobody decyzyjnej ośrodków

[445] P. Zielonka, *Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych,* Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2006, s. 59-61.
[446] S. Robbins, D. DeCenzo, *Podstawy zarządzania,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002, s. 251.
[447] W. Fu, S. P. Deschpande, *The impact of Caring Climate, Job Sastisfaction, and Organizational Commitment on Job Performance of Employees in China's Insurance Company,* Journal of Business Ethics, No. 124, s. 340-342.

odpowiedzialnych za stanowienie strategii ekonomiczno-finansowej. Wpływ poszczególnych komórek organizacyjnych, przede wszystkim równych lub wyższych rangą, wyznacza zbiór pożądanych postaw decydentów, a co z tego wynika ciążenia wewnątrzorganizacyjne oraz interesy poszczególnych cząstkowych struktur mogą być niezgodne z kwantytatywnie najlepszymi wariantami decyzyjnymi[448]. Tym samym pomimo spełnienia przez wariant decyzyjny oczekiwań kwalitatywnych oraz efektywnościowych, powstaje ryzyko, że w odniesieniu do kwestii fundamentalnych działalności rozwojowej np. wykorzystania w jej finansowaniu określonej wielkości kapitału obcego czy optymalizacji kosztowej, wpływ sprzężeń społecznych może być na tyle duży, że określony wariant zostanie odrzucony na skutek niezgodności rozważanych rozwiązań z wykształconymi i ustrukturalizowanymi standardami, jak i z panującymi nastrojami i interesami wewnątrzorganizacyjnymi.

Uwarunkowania behawioralne, choć niezbędne do uwzględnienia w strategicznych procesach decyzyjnych sfery ekonomiczno-finansowej, powinny być traktowane raczej jako czynniki zakłócające zachowanie zgodności pomiędzy formułami procesów rozwojowych a naczelną normą efektywnościową, bowiem potencjalna nieracjonalność decydentów wynikająca z ich cech psychologicznych oraz powiązań społecznych powodować może odrzucenie rozwiązań spełniających kryterium przedmiotowej normy. Taka konstatacja uzasadnia, że w celu zachowania spójności strategicznych decyzji kierowniczych z realizacją ogólnoorganizacyjnej funkcji celu maksymalizacji wartości w czasie, przymiot nadrzędności nadać należy uwarunkowaniom natury incydentalnej oraz efektywnościowej. O ile uwarunkowania incydentalne wyznaczają potencjalne pole aktywności podmiotu i stanowią fundament określenia dostępnych wariantów decyzyjnych, o tyle uwarunkowania kwantytatywne zawężają zbiór dostępnych wariantów, do pola, którego charakterystyki, zgodne z rachunkiem efektywnościowym, wpisują się w długookresowo ujętą funkcję przywołanego celu ogólnoorganizacyjnego. Pośród uwarunkowań efektywnościowych strategicznych procesów decyzyjnych sfery ekonomiczno-finansowej kategorią fundamentalną jest uwarunkowanie odnoszące się do właściwego finansowania działalności rozwojowej podmiotu. Taka konstatacja znajduje uzasadnienie w zależności stanowiącej, że procesy strukturalizacji finansowania, oraz związana z nimi, szeroko

[448] A. Strybała, *Metodyka doskonalenia struktur organizacyjnych przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem ujęcia procesowego,* Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie, nr 1 (11), 2008, s. 118-123.

postrzegana, materia kosztu wykorzystywanego w procesach rozwojowych kapitału i ryzyka związanego z jego wykorzystaniem, są pierwotne względem minimalnego, niezbędnego do osiągnięcia progu rentowności aktywów trwałych. Należy jednak w tym kontekście zaznaczyć, że każde z uwarunkowań strategicznych procesów decyzyjnych rozważanej sfery, ze względu na jego odnoszenie się do perspektywy *ex ante*, w kontekście określania pożądanej, osadzonej w odległym horyzoncie czasowym, sytuacji majątkowo-kapitałowej przedsiębiorstwa i dalej wyznaczania ścieżek jej osiągania, generuje określone ryzyko, do którego podmiot w ramach procesów zarządzania strategicznego jest obowiązany się właściwie odnosić. Tak więc w procesach doboru zasileń finansowych kwantytatywnego rozwoju przedsiębiorstwa niezbędną do uwzględnienia jest kwestia zarządzania ryzykiem, będąca bezpośrednio powiązaną z oddziaływaniem rozważonych uwarunkowań na realizację strategicznych procesów decyzyjnych.

4.3. Modele percepcji ryzyka w procesach wyboru sposobu finansowania inwestycji przedsiębiorstw

Strategiczny proces decyzyjny, którego docelowym rezultatem jest wyznaczenie właściwego konstruktu finansowania inwestycji jest trwały logicznie i konstrukcyjnie oraz uniwersalny dla przedsiębiorstw o różnej specyfice oraz wielkości. Należy jednak stwierdzić, że ze względu na antropomorfizm i odmienną architekturę organizacyjną podmiotów gospodarujących optyka znaczenia i istotności poszczególnych czynników decyzyjnych jest odmienna w procesie wyboru zasileń kapitałowych[449]. Oznacza to, że choć zidentyfikowane czynniki decyzyjne o charakterystyce incydentalnej, efektywnościowej i behawioralnej są koncepcyjnie stałe to percepcja ryzyk cząstkowych występujących w ich *spectrum,* jak i ich akceptowalnych charakterystyk jest różna. Jako czynnik różnicujący sposób percepcji mierzalnej niepewności w wyborze najlepszego spośród rozważanych wariantów decyzyjnych w obszarze finansowania procesów rozwojowych wskazać należy poziom ekspansji strukturalnej, właściwy dla konkretnej jednostki projektującej działalność strategiczną. Należy bowiem stwierdzić, że im mniejsze strukturalnie jest przedsiębiorstwo tym w większym zakresie percepcja ryzyka w obrębie poszczególnych czynników decyzyjnych podlega subiektywnej, często

[449] P. Figura, *Zależność pomiędzy wielkością przedsiębiorstwa a strukturą źródeł finansowania,* Marketing i Zarządzanie, (2) 43, 2016, s. 271-277.

niepoddanej ścisłej kwantyfikacji i jednocześnie wyznaczającej odmienne cząstkowe stany optymalizacyjne ewaluacji decydenta, *a contrario* do sytuacji, gdy w rozbudowanych strukturalnie, masywnych, w rozumieniu wartości sumy bilansowej, generowanych przychodów ze sprzedaży oraz osiągniętego stanu zatrudnienia, podmiotach gospodarujących podlega ono sprecyzowanemu (ograniczającemu możliwość odchyleń) pomiarowi, gdzie przymiot prawidłowego finansowania nadawany jest strukturze pasywów zapewniającej osiągnięcie ekstremum funkcji podporządkowanej kryterium efektywnościowemu[450].

Rozdział sposobu percepcji ryzyk cząstkowych oraz ich akceptowalnych, dopuszczalnych charakterystyk nie nosi znamion binarnego. Percepcja zorientowana na zindywidualizowane, zbehawioralizowane odnoszenie się ośrodka decyzyjnego względem fragmentarycznych ryzyk przypisanych kryteriom decyzyjnym w istocie stanowi opozycję względem percepcji zorientowanej na kwantyfikację. Należy jednak stwierdzić, że identyfikacja charakterystyk krańcowych sposobu percepcji ryzyka skłania do uznania, że przeformułowanie następuje nie zero-jedynkowo, dychotomicznie, ale raczej płynnie, gdy podmiot wraz ze wzrostem strukturalnym w czasie, rozmyślnie na skutek stopniowej reorientacji norm będących rezultatem procesów samoregulacyjnych, przekształca percepcję ryzyka, zgodnie z logiką uzupełnienia podejścia zindywidualizowanego o czynniki efektywnościowe oraz dalszego, zgodnego z wektorem wzrostu, przypisania coraz większej wagi normom skwantyfikowanym, jednak wciąż uzupełniając je o elementy zindywidualizowanego, osadzonego w kategoriach behawioralnych, postrzegania potencjalnej, mierzalnej niepewności co do przyszłych warunków gospodarowania i jej wpływu na ścieżki osiągania pożądanego konstruktu finansowania wzrostu przedsiębiorstwa[451]. Orientacja *stricte* efektywnościowa postrzegania ryzyka oraz nadawania mu przymiotu akceptowalnego, będąca orientacją o nacechowaniu krańcowym, przeciwstawnym względem orientacji zindywidualizowanej, w kontekście ewaluacji czynników tworzących architekturę strategicznych procesów decyzyjnych sfery ekonomiczno-finansowej w działalności inwestycyjnej podmiotu marginalizuje znaczenie subiektywnych, powstałych na kanwie kategorii behawioralnych, sądów decydenta, traktując je jako nieistotne, zbędne

[450] A. Skrobacki, *Ryzyko i zaufanie jako czynniki rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw prywatnych,* Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, nr 3, 2007, s. 171-180.
[451] J. Woźniak, *Ryzyko w zarządzaniu współczesną organizacją* w: *Mapa ryzyka w zarządzaniu organizacją. W kierunku organizacji opartej na innowacjach i kulturze ryzyka*, red. J. Woźniak, W. Wereda, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2018, s. 44-47.

i zakłócające percepcję ryzyk oraz zakresu i konsekwencji ich oddziaływania na pożądany stan optymalny[452].

Odmienne postrzeganie ryzyka, dezagregowanego na ryzyka fragmentaryczne, właściwe konkretnym kryteriom decyzyjnym, odnosi się zarówno do czynników incydentalnych, jak i efektywnościowych, *stricte* długookresowych, oraz uzupełniających je krótkookresowych, ale także do behawioralnych, konstatujących postawę ośrodka decyzyjnego wobec ryzyka. Perspektywa, zgodnie z którą w strategicznych procesach decyzyjnych odnoszących się do kształtowania finansowania inwestycji początkowo rozsądzane są czynniki kwalitatywne wyznaczające potencjalne pole decyzji, a dopiero następnie efektywnościowe i behawioralne, uzasadnia rozważenie w pierwszej kolejności sposobów postrzegania ryzyk cząstkowych towarzyszących czynnikom kwalitatywnym, incydentalnym, które to sposoby postrzegania ryzyk różnicowane są przez poziom wzrostu strukturalnego podmiotu. Macierz modeli percepcji ryzyka występującego w obszarze strategicznych uwarunkowań incydentalnych procesów doboru finansowania inwestycji przedstawia tabela 2.

Czynniki kwalitatywne strategicznych procesów decyzyjnych projekcji optymalnej struktury finansowania inwestycji	**Model indywidualny** (orientacja behawioralna)	**Model indywidualno-kwantytatywny** (orientacja behawioralno-kwalitatywno-efektywnościowa)	**Model kwalitatywno-kwantytatywny** (orientacja incydentalnie-efektywnościowa)	**Model kwantytatywny** (orientacja efektywnościowa)
Zgodność rozważanych formuł z regulatorem legislacyjnym	Subiektywna. **Akceptowalne ryzyko:** Nieprzekroczenie ram legislacyjnych.	Indywidualna. **Akceptowalne ryzyko:** Wariant poparty wstępnym rozeznaniem w zakresie orzeczeń organów administracyjno-skarbowych i własnym rozumieniem przepisów.	Możliwy *outsourcing* doradczy. **Akceptowalne ryzyko:** Oparcie o utrwalone stanowiska organów administracyjno-skarbowych.	Rozbudowane *compliance.* **Akceptowalne ryzyko:** Spójność z regulatorami prawnymi, liniami orzeczniczymi i interpretacjami organów skarbowych.
Normatywy wykorzystania kapitału w *continuum* rozwojowym	Estymacja. **Akceptowalne ryzyko:** Brak narażenia na brak zasileń kapitału w czasie.	Określona cezura czasowa. **Akceptowalne ryzyko:** Cezura czasowa wykorzystania kapitału jest zgodna z normami okresów ubiegłych.	Analiza retro- i prospektywna. **Akceptowalne ryzyko:** Zachowanie zgodności zarówno z normami okresów ubiegłych, jak i z prognozami.	Dokładne określenie. **Akceptowalne ryzyko:** Zachowanie elastyczności pozyskania dodatkowych, efektywnych kapitałów.
Prawidłowości strukturalizacji zasileń kapitałowych	Ustalane indywidualnie. **Akceptowalne ryzyko:** Niedopuszczenie do ewentualnego niedoboru.	Zgodne z norami przeszłości **Akceptowalne ryzyko:** Zgodna z doświadczeniami ex *post;* zawarta w określonym przedziale.	Określone. Możliwa kompensacja odchyleń. **Akceptowalne ryzyko:** Możliwe pozyskanie dodatkowego kapitału i uzupełnienie niedoborów.	Precyzyjnie określone na podst. analiz. **Akceptowalne ryzyko:** Możliwe pozyskanie dodatkowego kapitału, nie podnoszącego wartości *WACC.*
Konkurencyjność majątku, w którym ma zostać zaalokowany kapitał	Rozeznanie decydenta. **Akceptowalne ryzyko:** Majątek zbliżony do majątku konkurencji.	Warunkowana siatką sprzężeń. **Akceptowalne ryzyko:** Majątek stanowiący wkład w ekspansji rynkowej / dorównaniu konkurencji.	Proste badania marketingowe **Akceptowalne ryzyko: :** Zgodność z trendami rozwojowymi otoczenia; próba zajęcia nadrzędnej pozycji konkurencyjnej.	Złożone badania marketingowe. **Akceptowalne ryzyko:** Poprawa pozycji konkurencyjnej i ekspansja rynkowa, przy zachowaniu sprawności działania.

Tabela 2. Modele percepcji ryzyka w obszarze strategicznych uwarunkowań kwalitatywnych procesu doboru finansowania inwestycji

Źródło: Opracowanie własne.

[452] M. Kicia, R. Patterson, *W poszukiwaniu kapitału. Praktyczny przewodnik zarządzania finansami firm.*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, Lublin 2016, s. 324-329.

Rozważenie sposobów postrzegania ryzyka występującego w obszarze czynników decyzyjnych o nacechowaniu kwalitatywnym w strategicznych procesach strukturalizacji finansowania inwestycji należy rozpocząć od identyfikacji percepcji ryzyka zgodności rozważanego wariantu decyzyjnego z nadrzędnym regulatorem legislacyjnym. Orientacja behawioralna postrzegania ryzyka w przedmiotowym zakresie oparta jest o zdolności kognitywne ośrodka decyzyjnego, definiującego legislacyjnie wyznaczony obszar swobody w sposób niesformalizowany, na kanwie własnego rozumienia norm prawnych[453]. Ze względu na relatywnie niską elastyczność adaptacyjną struktur względnie nierozbudowanych ośrodek decyzyjny dąży w ostrożnościowy sposób do zachowania zgodności potencjalnego wariantu decyzyjnego z wyznaczonymi, na skutek subiektywnego postrzegania warunków brzegowych gospodarowania - ram, co określa akceptowalne ryzyko, jako postępowanie w obrębie konwencjonalnych, wyuczonych na skutek monitorowania zachowań otoczenia, schematów działania, w taki sposób, aby przewidywać i mitygować lub minimalizować straty z nim związane[454]. Przeformułowanie postrzegania ryzyka ku normom wyznaczonym w sposób bardziej sformalizowany nadaje przymiot pożądanego wariantom decyzyjnym, w których akceptowalne ryzyko określane jest nie tylko przez własne, subiektywne rozumienie przepisów, ale także przez zgodność wariantu decyzyjnego z poszukiwanymi, incydentalnie występującymi interpretacjami i orzeczeniami organów nadrzędnych. Wraz ze wzrostem strukturalnym następuje wyznaczenie dopuszczalnego, pożądanego stopnia ryzyka w oparciu o coraz bardziej utrwalone linie orzeczniczo-interpretacyjne i normy regulatorów nadrzędnych, mogące być identyfikowanymi i określanymi jako istotne nie tylko przez receptory organizacji, ale także na skutek *outsourcingu* doradczego[455]. Z kolei orientacja krańcowa, efektywnościowa, wyznacza akceptowalne ryzyko na skutek procesów rozbudowanego *compliance* prawnego i definiuje go przez pryzmat zgodności z ugruntowanymi liniami orzeczniczymi i interpretacyjnymi organów administracyjno-skarbowych, regulacjami oraz standardami branżowymi, aktywnie poszukując i wdrażając rozwiązania najbardziej korzystne w rozumieniu maksymalizacji korzyści pieniężnych, w myśl unikania strat i wzrostu dynamiki akumulacji finansowej,

[453] T. Famulski, *Uzasadnienie wybranych regulacji prawnych na gruncie behawioralnej ekonomiczne analizy prawa*, Internetowy Przegląd Prawniczy, nr 8(38), 2017, s. 54-60; http://www.tbsp.wpia.uj.edu.pl/documents/4137545/137327153/IPP_2017_8/9bfa5579-3ead-4acb-9705-e6f45ea5fe1e#page=54 (dostęp: 10.08.2025 r.)
[454] M. Sawicki, *Postrzeganie ryzyka*, Builder vol. 19 (12), 2015, s. 52-54.
[455] J. Bijańska, K. Wodarski, *Risk Management in the planning of development projects in the industrial enterprises*, Metalurgija, 53, nr 2, 2014, s. 33-39.

co odnosi się głównie do wariantów zgodnych z normami redukcji obciążeń podatkowych[456].

Ryzyko w zakresie drugiego z uwarunkowań strategicznych procesów decyzyjnych sfery ekonomiczno-finansowej dotyczy płaszczyzny zapewnienia spójności pomiędzy okresem na jaki udostępniany jest przez wierzycieli, zarówno wewnętrznych, jaki i zewnętrznych, kapitał a rzeczywistym, niezbędnym do finalizacji procesów rozwojowych, horyzontem czasowym jego wykorzystania. Model indywidualny zarządzania ryzykiem w rozważanym obszarze, właściwy dla podmiotów o względnie małej masie strukturalno-majątkowej, nie bazuje na pogłębionych analizach terminu zapadalności wykorzystania kapitału, ale raczej na subiektywnej estymacji niezbędnego czasu do osiągniecia określonego stanu majątkowego i implementacji nowo pozyskanych i/lub zmodernizowanych aktywów w procesach sfery realnej. Ze względu na brak skwantyfikowanej, pogłębionej analizy strategiczne wybory optymalizujące ryzyko w działalności rozwojowej odnoszą się do uniknięcia sytuacji, w której wierzyciele kapitału będą zgłaszać żądania jego zwrotu wraz z właściwą premią za poniesione ryzyko jego powierzenia oraz z potencjalnymi roszczeniami odszkodowawczymi za przekroczenie terminów umownych, szybciej, niż aktywa zostaną wdrożone w procesy działalności przedsiębiorstwa uzyskają pełną operatywność i będą stanowić wkład w procesach budowy płynności jednostki. Orientacja behawioralno-kwalitatywno-efektywnościowa przeformułowuje ustanowioną normę z kategorii szacunkowych na ustalenie konkretnej cezury czasowej wykorzystania kapitału w działalności inwestycyjnej, popierając to przeformułowanie analizą rynku kapitałowego, rozpoznaniem otoczenia, w szczególności w segmencie dostawców, a także badaniem wypracowanych procesów wewnętrznych. Optymalny poziom ryzyka postrzegany jest wówczas jako wypadkowa możliwości pozyskania kapitału, czasu niezbędnego do zamówienia, dostarczenia przez kontrahenta i implementacji majątku w procesach sfery realnej, a także zdolności funkcjonalnych jego obsługi i wykorzystania w procesach generowania wartości dodanej. Podejście incydentalno-efektywnościowe uzupełnia podejście indywidualno-kwantytatywne o analizę *ex post* i *ex ante,* co oznacza identyfikację hipotetycznych niesprawności okresów ubiegłych w zakresie terminowości wykorzystania zasobów kapitałowych, jak i antycypację potencjalnych, przyszłych ograniczeń, wydłużających termin konsumpcji środków pieniężnych w procesach

[456] M. Andrzejewski, *Ryzyko zgodności (Compliance) jako metoda ograniczania ryzyka działalności firm,* Acta Universitatis Lodziensis, Folia Oeconomica 265, 2012, s. 59-60.

inwestycyjnych. Tym samym akceptowalne ryzyko warunkowane jest przez zachowanie zgodności z normami ustrukturalizowanymi w przeszłości, okolicznościami bieżącymi oraz rozpoznanymi, hipotetycznie niekorzystnymi warunkami osadzonymi w przyszłości, skutkując wyborem wariantów racjonalizujących cezurę czasową zapotrzebowania kapitałowego[457]. Z kolei w ramach orientacji efektywnościowej percepcja ryzyka wiąże się z możliwym pozyskaniem dodatkowego, efektywnego, minimalizującego reperkusje finansowe, kapitału w *continnum* procesów rozwojowych. Oznacza to, że z jednej strony w ramach realizowanych procesów decyzyjnych następuje wyznaczenie konkretnego terminu wykorzystania środków pieniężnych, poparte analizami retro- i prospektywnymi działalności podmiotu, analizami otoczenia oraz porównaniem względem efektywnego, maksymalizującego pozytywne konsekwencje finansowe, pożądanego wzorca. Z drugiej strony akceptowalne ryzyko wynika bezpośrednio z siły inercji podmiotu oraz jego rozwiniętych zdolności funkcjonalnych, umożliwiających zachowanie elastyczności w zakresie generowania dodatkowych, niezbędnych do finalizacji procesów inwestycyjnych w określonej, oczekiwanej cezurze czasowej, zasileń kapitałowych[458]. Implikuje to konstatację, zgodnie z którą wariant decyzyjny spełnia oczekiwania decydenta pod względem dopuszczalnej wielkości ryzyka, dopóki istnieje uprawdopodobniona możliwość doboru dodatkowych jednostek kapitału, pozwalających na finalizację inwestycji w docelowym horyzoncie czasowym oraz gwarantujących, że pozyskany kapitał nie będzie powodował wzrostu średnioważonego kosztu ogółu kapitału wykorzystywanego do finansowania inwestycji[459].

Bezpośrednio powiązanym z ryzykiem w obszarze terminu wykorzystania kapitału jest ryzyko wynikające z uwarunkowania decyzyjnego odnoszącego się do określenia wielkości zapotrzebowania na środki pieniężne stanowiące zasilenie procesów inwestycyjnych. Optyka postrzegania ryzyka w ramach orientacji behawioralnej w rozpatrywanym zakresie wyznacza jego akceptowalne charakterystyki jako gwarancję braku luki zasileń kapitałowych procesów rozwojowych. Konieczność wyboru wariantu decyzyjnego zapewniającego dostateczne finansowanie procesów rozwojowych wynika

[457] W. Rogowski, *Rachunek efektywności inwestycji. Wyzwania teorii i potrzeby praktyki,* Warszawa 2013, s. 95.
[458] H. Kerzner, *Project Management. A systems approach to planning, scheduling and controlling,* John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2009, s. 620-621.
[459] K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2006, s. 354-355.

z braku rozbudowanych narzędzi pokrywających odchylenia, w rozumieniu zakumulowanego kapitału zapasowego i/lub rezerwowego, bądź z ograniczonej zdolności do pozyskania dodatkowego kapitału obcego. Należy jednak zaznaczyć, że ze względu na dużą swobodę ośrodka decyzyjnego wielkość zapotrzebowania kapitałowego jest ustalana w sposób zindywidualizowany, na podstawie subiektywnej percepcji decydenta w zakresie aproksymacji konsekwencji kapitałowych zmienności przyszłych warunków gospodarowania w odniesieniu np. do wahań cen nabywanego majątku, fluktuacji kosztów transakcyjnych czy do powstawania niekorzystnych różnic kursowych, co skutkować może przeszacowaniem lub niedoszacowaniem puli niezbędnych środków pieniężnych. Indywidualno-kwantytatywne postrzeganie ryzyka w obszarze rozważanego czynnika decyzyjnego nadal odnosi się do indywidualnego ustalenia wielkości zapotrzebowania kapitałowego, jednak poczynione przez ośrodek decyzyjny oszacowanie dokonywane jest na fundamencie nie tylko prospektywnej, zsubiektywizowanej analizy przyszłych warunków działania, ale także doświadczeń *ex post*, w konsekwencji pozwalając na uprawdopodobnione wyznaczenie trendów zmienności kategorii *sensu largo* nakładów inwestycyjnych, a tym samym ustalenie scenariuszy w jakich zawrze się zapotrzebowanie kapitałowe. Wobec tego akceptowalne ryzyko w ramach modelu indywidualno-kwantytatywnego zostaje określone jako spełnienie przez rozważany wariant decyzyjny oczekiwań pod względem kapitałochłonności rozwiązania, czyli umiejscowienia przewidywanego wolumenu zapotrzebowania na środki pieniężne niezbędne do realizacji procesu inwestycyjnego w wyznaczonych, dopuszczalnych granicach. Percepcja zorientowana incydentalnie-efektywnościowo dopuszcza natomiast warianty decyzyjne, w których akceptowalne ryzyko jest z jednej strony wyznaczone przez zdolności podmiotu w zakresie finansowania procesów inwestycyjnych za pomocą dostępnego kapitału własnego oraz kapitału obcego, z drugiej strony, w których jest zapewniona możliwość równoważenia ewentualnych, nadzwyczajnych zaburzeń w wielkości zapotrzebowania kapitałowego poprzez wykorzystanie narzędzi kompensacyjnych w postaci kapitałów rezerwowych lub zapasowych, bądź poprzez pozyskanie niezbędnych, nie pogorszających *standingu* finansowego podmiotu, dodatkowych kapitałów zewnętrznych, określanych mianem kapitału na pokrycie ryzyka *(risk capital)*[460]. Tym samym potencjalny wariant zapotrzebowania finansowego zawiera się w określonym przedziale, jednak przedział ten

[460] P. Shimpi, *Integrating Risk Management and Capital Management*, Journal of Applied Corporate Finance, 2002, Winter, s. 27.

jest rozszerzony o dostępne kapitały kompensujące nadmiarowe odchylenia. Z kolei orientacja efektywnościowa, choć określa optymalne ryzyko wariantu decyzyjnego w sposób zbliżony do percepcji ryzyka w ujęciu kwalitatywno-kwantytatywnym, to podporządkowuje jego ewaluację regułom kryterium efektywnościowego. Uzasadnia to stwierdzenie, że dążenie do osiągnięcia akceptowalnego ryzyka, oprócz spełnienia przez rozważany wariant decyzyjny minimalnego progu pewności informacji co do wielkości zapotrzebowania kapitałowego, wymusza, by kapitały wykorzystywane do finansowania procesów rozwojowych spełniały także oczekiwaną charakterystykę efektywnościową, gwarantując minimalizację wartości funkcji kształtowania poziomu średnioważonego kosztu kapitału oraz maksymalizację wartości funkcji kształtowania rentowności kapitału własnego, przy jednoczesnej optymalizacji poziomu płynności. Zależność ta odnosi się zarówno do konstruktu finansowania ustanowionego bazowo do zasilenia procesów inwestycyjnych jednostki, ale i do hipotetycznych, możliwych do wykorzystania, narzędzi kompensujących nadzwyczajne odchylenia, noszących znamiona zarówno kategorii bilansowych w postaci kapitału zapasowego, jak i rezerwowego, ale także możliwego do pozyskania kapitału obcego, jak również kapitału warunkowego, o nacechowaniu pozabilansowym, który jest umownym źródłem zasilenia zewnętrznego, włączanym do finansowaniu projektów inwestycyjnych po ustalonym wcześniej z jego wierzycielem koszcie, dopiero w sytuacji, gdy dojdzie do konkretnych, zdefiniowanych zdarzeń gospodarczych, potencjalnie generujących straty lub szkody[461].

Kolejnym uwarunkowaniem strategicznych procesów decyzyjnych w zakresie doboru finansowania inwestycji jest uwarunkowanie obligujące decydenta do wyboru wariantu zapewniającego adekwatność, kompletność oraz konkurencyjność majątku, w którym ma zostać zaalokowany kapitał i który to majątek umożliwiać ma generowanie wartości dodanej. Orientacja behawioralna postrzegania ryzyka omawianej płaszczyzny oparta jest o rozeznanie decydenta w zakresie charakterystyki majątku długoterminowego konkurencji. Tym samym akceptowalne ryzyko zostaje wyznaczone jako pozyskanie zdatnego do użytku i adekwatnego względem prowadzonej działalności majątku, zbliżonego właściwościami względem majątku przedsiębiorstw konkurencyjnych, a co z tego wynika osiągającego estymowane, zbliżone względem innych podmiotów strony podażowej rynku moce produkcyjne oraz *sensu largo* efektywność. Podejście behawioralno-efektywnościowe rozszerza postrzeganie ryzyka w przedmiotowym

[461] C. Culp, *Contingent Capital: Integrating Corporate Financing and Risk Management Decisions*, Journal of Applied Corporate Finance, 2002, Spring, s. 47.

zakresie o warunek partycypacji aktywów trwałych będących przedmiotem inwestycji w procesach poprawy pozycji konkurencyjnej i jest wyznaczane przez branżową siatkę sprzężeń, określającą pożądane i niezbędne właściwości majątku przedsiębiorstwa. Oznacza to, że określenie planu majątkowego jest nie tylko pochodną indywidualnego rozeznania decydenta, ale jest determinowane także bezpośrednio przez otoczenie, ustalające pożądany standard majątkowy. Przeformułowanie postrzegania ryzyka ku normom zorientowanym incydentalnie-kwantytatywnie dopuszcza warianty decyzyjne strukturalizujące aktywa trwałe na podstawie przeprowadzonych badań marketingowych. Pozyskiwany majątek powinien nosić znamiona innowacyjnego, posiadającego aspekt zmiany jakościowej *in plus*, hipotetycznie umożliwiając zajęcie pozycji nadrzędnej względem podmiotów konkurencyjnych. Optymalne ryzyko zostaje, więc wyznaczone jako uzasadnione i uargumentowane określenie konstruktu aktywów nieposiadanych i docelowo niemożliwych do pozyskania przez inne podmioty funkcjonujące w obrębie określonego rynku, co następuje na podstawie funkcjonowania systemu marketingowego[462]. Orientacja efektywnościowa uzupełnia orientację incydentalnie-efektywnościową o pożądane cechy systematyczności i racjonalności docelowo nabywanego majątku, co dokonywane jest na skutek pogłębionych badań marketingowych o kierunku wektora skierowanym zarówno ku wnętrzu organizacji, jak i poza jej granice. Należy przez to rozumieć, że majątek, w którym ma zostać zaalokowany kapitał nie tylko powinien być jakościowo innowacyjnym i *sensu largo* konkurencyjnym względem majątku konkurencji, ale musi także spełniać oczekiwania spójności funkcjonalnej z ustrukturalizowanymi procesami endogennymi przedsiębiorstwa oraz stanowić bezpośrednie przełożenie na krótkookresowy wzrost wartości sprzedaży i dalej zysku, oraz na długookresową poprawę rentowności posiadanych przez przedsiębiorstwo aktywów. Taka optyka wskazuje, że optymalne ryzyko w ramach orientacji efektywnościowej w obszarze zapewnienia konkurencyjności majątku zostaje wyznaczony jako zapewnienie przez realizowane inwestycje rzeczowe ekspansji rynkowej, przy zachowaniu spójności i sprawności działania organizacji oraz realizacji funkcji maksymalizacji korzyści pieniężnych, wyrażanej w perspektywie operacyjnej wzrostem dynamiki generowanych zysków, a w perspektywie strategicznej

[462] M. Haffer, *Znaczenie innowacji dla konkurencyjności przedsiębiorstw* w: *Czynniki wzrostu konkurencyjności przedsiębiorstw i regionów,* red. M. Haffer, W. Karaszewski, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2009, s. 137-139.

maksymalizacją szeroko rozumianej efektywności gospodarowania majątkiem[463].

Rozpoznanie ryzyk występujących w obszarze czynników decyzyjnych o nacechowaniu kwalitatywnym oraz uzależnionych od przyjętego sposobu percepcji, ich akceptowalnych charakterystyk umożliwia rozważenie przedmiotowych kwestii w *spectrum* czynników efektywnościowych strategicznych procesów decyzyjnych odnoszących się do strukturalizacji finansowania inwestycji przedsiębiorstw. Osadzenie procesów rozwojowych w *continnum* procesu gospodarowania powoduje, że z jednej strony podporządkowane powinny być kryterium szeroko rozumianej, adekwatnej względem warunków gospodarowania, maksymalizacji wartości w czasie, z drugiej, że podobnie jak proces gospodarowania, tak i one posiadają nacechowanie długookresowe, co implikuje, że wyznaczone, pożądane przyszłe stany jednostki, których docelowe osiągnięcie ma stanowić finalny efekt procesu inwestycyjnego, osadzone są w odległym horyzoncie czasowym. Taka optyka uzasadnia stwierdzenie, że fundamentalne znaczenie dla procesu doboru finansowania kwantytatywnego rozwoju podmiotu mają kryteria efektywnościowe o charakterystyce *stricte* strategicznej, a kryteria efektywnościowe o nacechowaniu krótkookresowym, przyjmujące postać maksymalizacji wartości sprzedaży, minimalizacji kosztów działalności podstawowej oraz optymalizacji poziomu płynności finansowej, stanowią narzędzie samoregulacyjnej operacjonalizacji celowościowej działalności strategicznej, wpisując się w procesy decyzyjne determinujące implementację strategii w bieżącym funkcjonowaniu przedsiębiorstwa. Przedstawiona perspektywa, w kontekście ustanawiania norm finansowania kwantytatywnych procesów rozwojowych podmiotów gospodarujących, wymusza identyfikację ryzyka związanego ze strategicznymi uwarunkowaniami efektywnościowymi procesów decyzyjnych rozpatrywanej płaszczyzny i różnicowanego przez masę strukturalno-majątkową podmiotu sposobu postrzegania przedmiotowego ryzyka oraz jego docelowego, pożądanego przez ośrodek decyzyjny nacechowania. Macierz modeli percepcji ryzyka występującego w obszarze strategicznych uwarunkowań kwantytatywnych procesów doboru finansowania inwestycji przedstawia tabela 3.

[463] *Inwestycje rzeczowe przedsiębiorstw,* op. cit., s. 545-546.

Czynniki kwantytatywne strategicznych procesów decyzyjnych projekcji optymalnej struktury finansowania inwestycji	Model indywidualny (orientacja behawioralna)	Model indywidualno-kwantytatywny (orientacja behawioralno-kwalitatywno-efektywnościowa)	Model kwalitatywno-kwantytatywny (orientacja incydentalnie-efektywnościowa)	Model kwantytatywny (orientacja efektywnościowa)
Minimalizacja średnioważonego kosztu kapitału (WACC)	Nie jest nadrzędnym kryterium. **Akceptowalne ryzyko:** Zapewnienie kapitału pieniężnego niskiego ryzyka.	Uwzględniania. **Akceptowalne ryzyko:** Wykorzystanie tańszych, relatywnie nieryzykownych kapitałów.	Stanowi istotny czynnik. **Akceptowalne ryzyko:** Wykorzystanie kapitałów generujących możliwie niskie koszty.	Kryterium nadrzędne. **Akceptowalne ryzyko:** Minimalizacja WACC warunkuje wybór wariantu decyzyjnego.
Maksymalizacja rentowności kapitału własnego (ROE)	Nie jest nadrzędnym kryterium. **Akceptowalne ryzyko:** Kryterium wyboru wariantu decyzyjnego to zapewnienie zwrotu z kapitału własnego.	Uwzględniana. **Akceptowalne ryzyko:** Maksymalizacja nie jest nadrzędna. Projekt musi generować wartość dodaną.	Istotne kryterium. **Akceptowalne ryzyko:** Zwrot z kapitału w pożądanym terminie; wartość dodana o pożądanej wielkości.	Równorzędna względem WACC. **Akceptowalne ryzyko:** Właściwym jest wariant maksymalizujący ROE.
Maksymalizacja rentowności nabywanych aktywów (ROA)	Nie jest nadrzędnym kryterium. **Akceptowalne ryzyko:** Brak deficytowości aktywów, ale niekoniecznie maksymalizacja ROA.	Generowanie wartości dodanej. **Akceptowalne ryzyko:** Wytworzenie wartości dodanej, ale niekoniecznie jej maksymalizacja.	Możliwie duża wartość dodana. **Akceptowalne ryzyko:** Aktywa powinny generować możliwie dużą wartość dodaną w oczekiwanym okresie.	Istotna, związana z min. WACC. **Akceptowalne ryzyko:** Właściwym jest wariant maksymalizujący ROA.
Maksymalizacja dodatnich przepływów pieniężnych netto	Nie jest nadrzędnym kryterium. **Akceptowalne ryzyko:** Właściwym jest wariant decyzyjny zapewniający dodatnie przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej.	Pożądana wielkość wpływów. **Akceptowalne ryzyko:** Osiągnięcie pożądanej wielkości nadwyżki wpływów nad rozchodami środków pieniężnych w ramach działalności operacyjnej; niekoniecznie maksymalizacja.	Istotna, nadrzędna. **Akceptowalne ryzyko:** Rozpatrywana w oderwaniu od pozostałych rodzajów działalności; przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej powinny być maksymalizowane.	Istotna, równorzędna. **Akceptowalne ryzyko:** Maksymalizacja przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej powinna być powiązana z optymalizacją przepływów pieniężnych netto z działalności finansowej i inwestycyjnej.

Tabela 3. Modele percepcji ryzyka w obszarze strategicznych uwarunkowań kwantytatywnych procesu doboru finansowania inwestycji

Źródło: Opracowanie własne.

Identyfikację sposobów postrzegania ryzyka w obszarze strategicznych uwarunkowań efektywnościowych procesu doboru finansowania inwestycji należy rozpocząć od rozważenia sposobów jego percepcji na płaszczyźnie minimalizacji średnioważonego kosztu wykorzystywanego do zasilenia realizacji kwantytatywnych procesów rozwojowych kapitału. Osiągnięcie ekstremum funkcji optymalizacyjnej, w rozumieniu wartości minimalnej w obszarze kosztowym konstruktu pasywów, warunkowane jest przez taką projekcję architektury zasileń kapitałowych, która umożliwi przypisanie możliwie małej wagi, będącej równoznaczną z procentowym udziałem konkretnego rodzaju kapitału w strukturze finansowania projektu, kapitałom generującym relatywnie duże obciążenia finansowe, oraz możliwie dużej wagi kapitałom je ograniczającym[464]. Korzystanie wyłącznie z kapitału własnego do finansowania rozwoju przedsiębiorstwa wiąże się z osiągnięciem odwrotnego od zamierzonego ekstremum funkcji optymalizacyjnej, bowiem kapitał własny jest kosztowny, co uzasadnić należy przypisaniem mu funkcji absorpcji nieoczekiwanych strat[465]. Wynika z tego, że koszt kapitału własnego wyrażany jest oczekiwaniami jego donatorów, tak

[464] *Rachunek efektywności inwestycji. Wyzwania teorii i potrzeby praktyki.,* op. cit., s. 223.
[465] M. Borsuk, *Implikowany koszt kapitału własnego w polskim sektorze bankowym,* Zarządzanie i finanse, t. 15, 2017, s. 9

wewnętrznych, jak i zewnętrznych, względem wielkości premii za ponoszone ryzyko, określane mianem ryzyka operacyjnego, w rozumieniu aprecjacji powierzonego kapitału lub uzyskania pożądanej wielkości dywidendy. Należy jednak stwierdzić, że kapitał własny nie podlega, *a contrario* do kapitału dłużnego, roszczeniom stron trzecich, a przez to, pomijając kwestię premii za ponoszone ryzyko operacyjne, nie jest kapitałem ryzykownym, ale stabilnym, trwale związanym z działalnością podmiotu oraz umożliwiającym realizację funkcji korzyści właścicielskiej. Odnosząc przedstawioną specyfikę do kształtowania kosztu kapitału angażowanego do finansowania inwestycji, przedsiębiorstwo dążąc do jego minimalizacji zmuszone jest wykorzystać określoną pulę środków pieniężnych pochodzących z obcych źródeł finansowania, których część kosztową stanowią płatności zapisane w umowie z wierzycielem, przyjmujące postać m.in. prowizji czy odsetek. Obniżenie kosztu kapitału w takiej sytuacji następuje poprzez wystąpienie efektu tarczy podatkowej, powodującej, na skutek zwiększenia kosztów finansowych, pomniejsze podstawy opodatkowania, co w efekcie obniża koszt długu oraz dalej przekłada się na wystąpienie, podnoszącego rentowność kapitału własnego, dodatniego efektu dźwigni finansowej. Tym samym słuszności nabiera podejście, zgodnie, z którym wraz z postępowaniem redukcji średnioważonego kosztu kapitału wzrasta ryzyko wykorzystania kapitału w procesach finansowania rozwoju jednostki.

Przedstawiona optyka uzasadnia stwierdzenie, że na płaszczyźnie kształtowania średnioważonego kosztu angażowanego do finansowania procesu inwestycyjnego kapitału postrzeganie ryzyka odnosić należy do kwestii relatywizacji realizacji funkcji minimalizacji obciążeń finansowych względem probabilizmu wystąpienia potencjalnych reperkusji wynikających z angażowania redukujących koszt kapitału, lecz będących bardziej ryzykownymi w kontekście trwałości zasilenia, terminu zawrotu środków pieniężnych oraz potencjalnej fluktuacji poziomu obciążeń odsetkowych, zewnętrznych, obcych źródeł finansowania. Dla podmiotów o względnie małej masie majątkowo-strukturalnej osiągnięcie ekstremum funkcji optymalizacyjnej, w rozumieniu możliwie dużej redukcji kosztu kapitału, nie jest nadrzędnym kryterium decyzyjnym. Głównym wyznacznikiem adekwatności wyboru generatorów zasileń kapitałowych jest natomiast zapewnienie, spośród względnie ograniczonego wachlarza dostępnych generatorów finansowania, kapitałów *sensu largo* nieryzykownych. Wynika to z niskiej elastyczności podmiotu, postrzeganej przez pryzmat zdolności do kompensacji zaburzeń przyjmujących postać trudności finansowych, co powodowane jest względnie małym wolumenem zakumulowanego kapitału zapasowego oraz rezerwowego, nikłą

sposobnością dokapitalizowania jednostki i ograniczonymi możliwościami w zakresie uzyskania dodatkowych, dodatnich przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej. Tym samym akceptowalne ryzyko w podejściu indywidualnym zostaje wyznaczone jako wykorzystanie do finansowania inwestycji kapitałów gwarantujących maksymalne ograniczenie potencjalnych, nadmiarowych reperkusji finansowych, czyli kapitałów zapewniających utrzymanie krótkookresowej zdolności płatniczej podmiotu. Wraz ze stopniową reorientacją norm kształtowania średnioważonego kosztu kapitału, w myśl modelu indywidualno-kwantytatywnego, decydent dopuszcza warianty strukturalizacji pasywów procesu rozwojowego z jednej strony odpowiadające pożądanej charakterystyce efektywnościowej, z drugiej pozostające relatywnie nieryzykownymi. Takie postrzeganie akceptowalnego ryzyka wiąże się ze wzrostem zdolności funkcjonalnych podmiotu w obszarze działalności podstawowej oraz przyrostem zakumulowanego kapitału własnego, stanowiącego rezerwę strategiczną w sytuacji wystąpienia niekorzystnych konsekwencji zmienności warunków realizacji inwestycji. Z kolei w ramach orientacji incydentalnie-efektywnościowej ośrodek decyzyjny traktuje średnioważony koszt wykorzystywanego do finansowania wzrostu jednostki kapitału jako istotne kryterium decyzyjne, uwzględniając procesy jego obniżania poprzez zwiększenie finansowania dłużnego w strukturze pasywów inwestycji. Akceptowalne ryzyko wyznaczone, więc zostaje jako pozyskanie takiej wielkości kapitałów obcych, które pozwolą na wystąpienie dodatniego efektu dźwigni finansowej *(DFL – Degree of Financial Leverage)*, przy ustalonym na podstawie zindywidualizowanej prognozy przyszłych warunków gospodarowania poziomie zysku przed odsetkami i podatkiem dochodowym (*EBIT – Earnings Before deducting Interest and Taxes)*. Natomiast zgodnie z orientacją efektywnościową percepcji ryzyka ośrodek decyzyjny postrzega kryterium osiągnięcia minimalnej wartości średnioważonego kosztu kapitału jako fundament wyboru wariantu decyzyjnego[466]. Akceptowalne ryzyko jest wówczas wypadkową opartej na *sensu largo* złożonym rozeznaniu rynkowym prognozy wzrostu wartości *EBIT* oraz wykorzystania takich proporcji kapitału własnego oraz długoterminowego kapitału obcego o pożądanym oprocentowaniu, by minimalizowane były obciążenia podatkowe, a przez to uzyskany został maksymalny, w określonych warunkach realizacji procesów podstawowych, poziom dźwigni finansowej (*DFL)*[467].

Bezpośrednio powiązaną ze strategicznym uwarunkowaniem odnoszącym się do

[466]*Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw,* op. cit., s. 98.
[467] R. Rębilas, *Finansowanie inwestycji przedsiębiorstw,* Wydawnictwo DIFIN, Warszawa 2014, s. 64-65.

minimalizacji średnioważonego kosztu wykorzystywanego do zasilenia działalności rozwojowej kapitału jest materia związana z maksymalizacją zwrotu z angażowanego w procesy inwestycyjne kapitału własnego (*ROE*). Rentowność kapitału własnego w kontekście strategicznych procesów decyzyjnych sfery ekonomiczno-finansowej jest istotnym wyznacznikiem efektywności rozważanych wariantów służących realizacji celów długookresowych podmiotu bowiem maksymalizacja jej poziomu wyraża urzeczywistnienie koncepcji pomnażania korzyści interesariuszy przedsiębiorstwa, w szczególności w rozumieniu beneficjentów rzeczywistych jego działalności[468]. Realizacja funkcji optymalizacyjnej w obszarze kształtowania poziomu rentowności kapitału własnego jest uzależniona od efektywności gospodarowania majątkiem, wartości generowanych przychodów ze sprzedaży oraz strukturalizacji finansowania wzrostu przedsiębiorstwa. Wobec tego z jednej strony *ROE* w procesach inwestycyjnych należy postrzegać przez pryzmat racjonalności wykorzystania nabywanych i/lub modernizowanych aktywów oraz zdolności realizacji procesów podstawowych podporządkowanych funkcji celu maksymalizacji przychodów ze sprzedaży. Z drugiej zaś strony rozpatrywana powinna być w kategoriach konstruktu takiej architektury finansowania przedsięwzięć rozwojowych, w której projektowany udział kapitału własnego będzie zarówno maksymalizować poziom zwrotu z każdej zaangażowanej jego jednostki, jak i poprzez wykorzystanie środków pieniężnych pochodzenia obcego, będzie minimalizować obciążenia podatkowe i tym samym średnioważony koszt kapitału angażowanego w działalność rozwojową[469]. Wobec tego ryzyko odnoszące się do materii rentowności kapitału własnego należy postrzegać zarówno przez pryzmat hipotetycznej niezdolności podmiotu do efektywnego wykorzystania majątku w działalności operacyjnej, którą realizowane procesy inwestycyjne mają *sensu largo* usprawniać, wspomagać i rozszerzać, ale i nieadekwatności doboru finansowania tych procesów, nie spełniającego oczekiwań udziału kapitału własnego. W kontekście indywidualnego modelu postrzegania ryzyka w obszarze kształtowania wartości *ROE* jego maksymalizacja nie jest nadrzędnym kryterium decyzyjnym. Dopuszczalne ryzyko odnosi się do zaalokowania w aktywach trwałych objętych inwestycją takiej wielkości kapitału własnego, by w możliwym do przewidzenia terminie osiągnąć z niego zwrot, a przez to zapobiec jego deficytowości. Oznacza to priorytetyzację maksymalizacji

[468] *Zysk całkowity a rentowność kapitału własnego przedsiębiorstwa,* op. cit., s. 168.
[469] S. Kruk, *Rentowność jako kryterium oceny efektywności gospodarowania przedsiębiorstwa,* Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 5/2017 (89), 2017, s. 222.

kategorii zysku ponad realizację kapitałochłonnych, ryzykownych inwestycji, w rozumieniu angażowania znacznych zasobów zakumulowanego kapitału własnego w projekty o względnie niskim prawdopodobieństwie powodzenia. Wraz z samoregulacyjnym przeformułowaniem norm ewaluacji wariantów decyzyjnych w kontekście sposobu percepcji występującego w nich ryzyka jego postrzeganie odnosi się do hipotetycznej niezdolności do generowania przez wykorzystany kapitał własny oczekiwanej wielkości wartości dodanej. Wynika z tego, że w ramach orientacji indywidualno-kwantytatywnej dopuszczalne ryzyko to zapewnienie wzrostu wartości *ROE* na skutek realizowanych procesów rozwojowych względem rentowności kapitału własnego przedsiębiorstwa w okresach ubiegłych. Tym samym należy uznać, że okresy ubiegłe wyznaczają minimalny poziom *ROE*, jaki podmiot musi osiągnąć na skutek prowadzonych inwestycji, by ich realizacja spełniała kryterium długookresowego pomnażania korzyści interesariuszy[470]. Orientacja kwalitatywno-efektywnościowa uzupełnia percepcję ryzyka modelu indywidualno-kwantytatywnego o cezurę czasową zwrotu z zainwestowanego kapitału własnego, zawężając dopuszczalne pole wariantów decyzyjnych do katalogu wariantów, w których kapitał własny nie tylko będzie posiadał wyższą rentowność, niż w przeszłości, ale jego zwrot nastąpi w pożądanym, możliwie krótkim terminie. Tym samym kryterium optymalnego ryzyka spełniać będzie wariant nie tylko podnoszący efektywność wykorzystania nowo nabytych i/lub modernizowanych aktywów trwałych oraz generujący możliwie duże przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej, ale także uwzględniający w procesach obniżania udziału kapitału własnego na rzecz wzrostu udziału kapitału dłużnego w strukturze finansowania tak kryterium zachowania zdolności do obsługi długu, jak i terminowego zwrotu z wykorzystanych do sfinansowania działalności inwestycyjnej kapitałów wewnętrznych. Z kolei w ramach orientacji efektywnościowej postrzegania ryzyka kwestia maksymalizacji *ROE* staje się równorzędna z uwarunkowaniem odnoszącym się do minimalizacji *WACC*. Oznacza to, że udział kapitału własnego w strukturze finansowania projektu powinien być optymalizowany, a poziom dźwigni finansowej *(DFL),* na skutek maksymalizacji przychodów ze sprzedaży oraz zdolności majątku trwałego do generowania zysku, możliwie wysoki w określonych, zidentyfikowanych, przyszłych warunkach gospodarowania. Wobec tego akceptowalne ryzyko zostaje wyznaczone jako spełnienie przez wariant decyzyjny charakterystyk

[470] G. Gołębiowski, P. Szczepankowski, *Analiza wartości przedsiębiorstwa,* Wydawnictwo DIFIN, Warszawa 2007, s. 92.

efektywnościowych, zgodnych z wartością ekstremum funkcji optymalizacyjnej.

Kolejnym z czynników decyzyjnych o nacechowaniu kwantytatywnym, do których odnosi się ryzyko w procesie doboru finansowania inwestycji przedsiębiorstw jest rentowność aktywów (*ROA*) nabywanych i/lub modernizowanych w ramach realizowanego projektu rozwojowego. *ROA* określa zdolność aktywów do generowania zysku, a co z tego wynika informuje o ekonomicznej zasadności wykorzystania kapitału pieniężnego do pozyskania konkretnych, docelowo długoterminowo wykorzystywanych składników majątku przedsiębiorstwa. Należy przyjąć, że pozyskany i/lub ulepszony majątek trwały powinien stanowić istotny wkład w procesach generowania wartości dodanej w rozumieniu realizacji procesów podstawowych, co implikuje, że z jednej strony powinien umożliwiać maksymalizację przychodów ze sprzedaży i wynikających z nich przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej, z drugiej, poprzez oddziaływanie na procesy maksymalizacji rentowności kapitału własnego, umożliwiać osiągnięcie pożądanego stopnia dźwigni finansowej[471]. Wobec tego ryzyko w obszarze rozważanego uwarunkowania decyzyjnego w procesie kształtowania pożądanej struktury finansowania inwestycji dotyczy potencjalnego braku osiągnięcia oczekiwanego poziomu rentowności aktywów, w których alokowany ma zostać kapitał. Optymalne, pożądane, ryzyko w ramach orientacji behawioralnej jego percepcji odnosi się do popartego indywidualną predykcją możliwego i niezbędnego do uzyskania poziomu zwrotu z majątku trwałego, na który zostały przeznaczone środki pieniężne, tak by inwestycja rzeczowa posiadała uzasadnienie ekonomiczne. Oznacza to, że kryterium wyboru wariantu decyzyjnego nie jest *stricte* maksymalizacja wartości dodanej generowanej przez aktywa długoterminowe, ale raczej gwarancja braku ich deficytowości, a co z tego wynika, nie obniżenie dotychczasowej efektywności gospodarowania majątkiem długoterminowym przedsiębiorstwa. W ramach modelu indywidualno-kwantytatywnego warunkiem koniecznym w kontekście ustalania pożądanego ryzyka jest spełnienie przez rozważany wariant decyzyjny oczekiwań w procesach generowania dodatkowych jednostek zysku, co należy rozumieć jako nie tylko uniknięcie deficytowości aktywów, ale ich wkład w procesach tworzenia nadwyżki pieniężnie wyrażonych korzyści w zakresie realizowanej działalności operacyjnej. Natomiast ośrodek decyzyjny zorientowany incydentalnie-efektywnościowo postrzega

[471] K. Łach, *Efekt dźwigni finansowej a struktura źródeł finansowania przedsiębiorstw w Polsce w latach 2005-2018,* Zeszyty Naukowego SGGW Polityki Europejskie, Finanse, Marketing, Warszawa 2020, s. 84-85.

docelowe ryzyko jako uprawdopodobnienie przez rozważany wariant decyzyjny osiągnięcia określonej, dodatniej wartości *ROA*, zgodnej z pożądaną dynamiką jej przyrostu, i zwrot z zainwestowanego w aktywa trwałe kapitału w możliwie krótkiej cezurze czasowej. Z kolei w myśl modelu kwantytatywnego rentowność aktywów długoterminowych powinna być maksymalizowana. Tym samym dopuszczalnej wielkości ryzyko definiowane jest jako uzyskanie maksymalnej efektywności gospodarowania majątkiem trwałym, którego dotyczyła inwestycja, wyrażanej wygenerowaniem możliwie dużej wartości dodanej w ustalonym okresie, możliwie szybkim zwrotem z zaalokowanych w aktywach trwałych kapitałów oraz wpisaniem się procesów kształtowania ich rentowności w funkcję celu maksymalizacji rentowności kapitału własnego[472].

Następnym efektywnościowym uwarunkowaniem decyzyjnym doboru zasileń kapitałowych kwantytatywnego wzrostu przedsiębiorstwa jest, bezpośrednio powiązana z dotychczas rozważonymi czynnikami, materia kształtowania dodatnich przepływów pieniężnych netto projektu inwestycyjnego. Istotność przedmiotowego czynnika decyzyjnego wynika z konieczności rozważenia przez decydenta przyszłej wartości realizowanej inwestycji, przy uwzględnieniu z jednej strony wartości nakładów inwestycyjnych niezbędnych do urzeczywistnienia skonceptualizowanego projektu, z drugiej strony korzystnych dla jednostki przepływów pieniężnych generowanych na skutek jego realizacji[473]. Tym samym należy przyjąć, że podstawą oceny opłacalności przedsięwzięcia inwestycyjnego jest estymacja przepływów pieniężnych netto (*NCF – Net Cash Flow)* będąca wynikiem prospektywnej aproksymacji powiększonego o odpisy amortyzacyjne wyniku finansowego netto z działalności podstawowej, której wzrost miał nastąpić na skutek realizacji inwestycji, pomniejszonego o poniesione nakłady inwestycyjne, do których sfinansowania zaangażowany został kapitał pieniężny o określonym koszcie[474]. Takie podejście nie uwzględnia jednak zmienności wartości pieniądza w czasie, co wskazuje na konieczność włączenia do analizy efektywności rozważanego wariantu decyzyjnego współczynnika dyskonta (*i*), co do zasady wyrażanego średnioważonym kosztem wykorzystanego do finansowania inwestycji

[472] M. Zaleska, *Ocena ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa przez analityka bankowego,* Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2005, s. 87.
[473] R. W. Ciborowski, E. Gruszewska, K. Meredyk, *Podstawy rachunku efektywności inwestycji,* Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2001, s. 17-18.
[474]M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2004, s. 327.

kapitału *(WACC)*, umożliwiającego porównanie nakładów inwestycyjnych i uzyskanych efektów w różnych okresach poprzez określenie aktualnej wartości generowanej w przyszłości nadwyżki finansowej[475]. Słusznym, więc do rozważenia *sensu largo* opłacalności inwestycji wydaje się być zastosowanie narzędzia dyskontowej ewaluacji efektywności wariantu decyzyjnego w postaci metody wartości bieżącej netto (*NPV – Net Present Value),* która docelowo sprowadzić ma wartość rozpoznanych, przyszłych przepływów pieniężnych netto powstałych w ramach inwestycji do wartości bieżącej, a przez to pozwala na określenie aktualnej wartości (*Present Value - PV)* generowanych przez inwestycję, osadzonych w perspektywie *ex ante*, przepływów finansowych netto *(NCF).* Analiza *NPV* uwzględniać powinna prospektywnie ustaloną, wewnętrzną stopę zwrotu (*IRR – Internal Rate of Return),* przy której wartość *NPV* będzie równa 0, a tym samym projekt nie będzie deficytowy. Wewnętrzna stopa zwrotu (*IRR)* nie może przyjąć niższej wartości, niż średnioważony koszt kapitału zaangażowanego do finansowania inwestycji. W wypadku wyższej niż wartość *IRR* wartości *WACC,* traktowanego jako współczynnik dyskonta (*i*), inwestycja nie będzie posiadać ekonomicznego uzasadnienia.

Przedstawiona optyka wskazuje, że w kwestii uwarunkowania decyzyjnego odnoszącego się do ustalenia pożądanej wielkości przepływów pieniężnych netto z realizowanego przedsięwzięcia inwestycyjnego ryzyko dotyczy materii niewygenerowania spełniających oczekiwania decydenta przepływów pieniężnych względem wielkości poniesionych nakładów inwestycyjnych, przy określonym średnioważonym koszcie kapitału angażowanego do finansowania przedmiotowego przedsięwzięcia *(WACC),* traktowanego jako stopa dyskonta (*i*), oraz ustalonej wewnętrznej stopie zwrotu z projektu (*IRR).* Ośrodek decyzyjny zorientowany behawioralnie postrzega ryzyko w obszarze rozważanej płaszczyzny jako nieosiągnięcie nadwyżki wygenerowanych, pieniężnie wyrażonych, przyszłych korzyści, ponad nakłady na wygenerowanie tych korzyści poniesionych, co przy uwzględnieniu miary względnej będzie skutkowało zależnością, zgodnie z którą wartość *IRR* byłaby niższa od wartości *WACC,* a w kontekście miary bezwzględnej zależnością wyrażoną nadwyżką poniesionych na zrealizowanie projektu nakładów inwestycyjnych nad dodatnimi przepływami pieniężnymi wygenerowanymi na skutek jego urzeczywistnienia. Tak, więc akceptowalne ryzyko, które powinien spełnić rozważany wariant decyzyjny, zgodnie z orientacją behawioralną percepcji mierzalnej niepewności gospodarowania, nie wyraża

[475] A. Michalak, *Parametry efektywności w cyklu życia inwestycji,* Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej. Organizacja i Zarządzanie, z. 66, 2013, s. 70.

się maksymalizacją przyszłych dodatnich przepływów pieniężnych netto, ale raczej zapewnieniem, że w ujęciu bezwzględnym dodatnie, przyszłe, przepływy pieniężne, w głównej mierze warunkowane prowadzoną działalnością operacyjną, będą przewyższać poniesione nakłady, a co z tego wynika projekt będzie posiadał uzasadnienie efektywnościowe. W myśl modelu indywidualnie-kwantytatywnego ośrodek decyzyjny ustala pożądaną wartość stopy zwrotu z inwestycji, a przez to oczekiwaną wielkość wpływów pieniężnych przy ustalonym koszcie relatywnie nieryzykowanego kapitału. Tym samym w ramach orientacji behawioralno-kwalitatywno-efektywnościowej identyfikowane ryzyko związane jest z nieosiągnięciem ustalonego, oczekiwanego poziomu nadwyżki pieniężnie wyrażonych korzyści, co wyznacza akceptowalne ryzyko wariantu decyzyjnego jako spełnienie wyznaczonych w sposób zindywidualizowany oczekiwań efektywnościowych. Ewaluacja wariantu decyzyjnego, w kontekście percepcji występującego ryzyka przez ośrodek decyzyjny zorientowany incydentalnie-efektywnościowo, jest zbliżona do ewaluacji właściwej dla modelu indywidualno-kwantytatywnego, jednak z różnicą odnoszącą się do wielkości oczekiwanych, dodatnich przepływów pieniężnych netto. Akceptowalne ryzyko zostaje określone jako osiągnięcie wartości maksimum generowanych dodatnich przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej, powodujących uzyskanie możliwie dużej nadwyżki korzyści pieniężnych ponad poniesione nakłady inwestycyjne przy ustalonym koszcie wykorzystanego do zasilenia procesu kapitału w relatywnie krótkim okresie. Z kolei decydent dokonujący percepcji ryzyka w sposób *stricte* efektywnościowy rozważa wariant decyzyjny nie tylko w kategoriach maksymalizacji przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej na skutek zrealizowanego projektu inwestycyjnego, ale dąży także do minimalizacji stopy dyskonta *(i)*, wyrażanej średnioważonym kosztem kapitału *(WACC)*, co w efekcie ma doprowadzić do przyszłej optymalizacji wielkości przepływów pieniężnych netto w obrębie każdego z prowadzonych przez przedsiębiorstwo rodzajów działalności, czyli nie tylko z działalności podstawowej, ale i inwestycyjnej oraz finansowej. Tym samym dopuszczalne ryzyko zostaje określone jako osiągnięcie maksymalnej wartości *NPV* w ustalonej cezurze czasowej[476].

Rozważenie akceptowalnego ryzyka w obszarze strategicznych czynników decyzyjnych o nacechowaniu kwalitatywnym oraz kwantytatywnym wymaga uzupełnienia o jego percepcję w obszarze uwarunkowań behawioralnych procesów

[476] J. Wieprow, *Ocena efektywności inwestycji rzeczowych za pomocą NPV,* Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu, nr 6 (38), Wrocław 2013, s. 90-91.

określania konstruktu pasywów projektów rozwojowych. W tym kontekście należy stwierdzić, że uwarunkowania psychologiczno-społeczne w holistycznym ujęciu determinują postawę decydenta wobec ryzyka[477]. Oznacza to, że w zależności od sposobu postrzegania przyszłych warunków gospodarowania, różnicowanego poziomem ekspansji strukturalnej podmiotu, a tym samym stopniowym, zgodnym z kierunkiem wektora wzrostu jednostki, przeformułowywaniem samoregulacyjnie ustanowionych reguł strukturalizacji finansowania inwestycji, z norm opartych na zindywidualizowanym, właściwym decydentowi postrzeganiu przyszłych warunków brzegowych gospodarowania, ku regułom zorientowanym *stricte* efektywnościowo, niepoddanym potencjalnemu błędowi natury kognitywnej, ośrodek decyzyjny przyjmuje postawę awersji, neutralności, bądź skłonności do ryzyka[478]. Pierwsza z wymienionych postaw wyraża się dokonywaniem przez ośrodek decyzyjny strategicznych wyborów obarczonych ryzykiem w zakresie kształtowania struktury pasywów inwestycji tylko w sytuacji, gdy podjęcie ryzyka gwarantuje dodatkową, wyrażoną pieniężnie, korzyść. Podmioty o względnie małej masie majątkowo-strukturalnej posiadają ograniczone zdolności adaptacyjne oraz są relatywnie nieelastyczne w zakresie adekwatnego oraz sprawnego przeformułowywania reguł finansowania kwantytatywnego rozwoju, a co z tego wynika zmuszone są do minimalizacji akceptowalnego ryzyka i dokonywania ewaluacji wariantu decyzyjnego w sposób ostrożnościowy, nie maksymalizując bezpośrednio efektywności finansowania, jednak zapewniając stan optymalny równoznaczny z gwarancją zachowania *continnum* działalności przedsiębiorstwa oraz jego rozwoju. Postawa neutralna decydenta wobec ryzyka jest natomiast właściwa dla podmiotów, których percepcja ryzyka wpisuje się w koncept modelu indywidualno-kwantytatywnego oraz kwalitatywno-kwantytatywnego. Oznacza to, że decydent nie ustosunkowuje się do ryzyka w kategoriach zbehawioralizowanych, o określonym ładunku emocjonalnym, ale raczej dąży do maksymalizacji korzyści pieniężnych, relatywizując je względem hipotetycznie powstałych reperkusji na kanwie rozpoznanych w sposób zindywidualizowany, bądź zidentyfikowanych w oparciu o szeroko rozumiane badania, przyszłych warunków brzegowych realizacji procesu doboru finansowania inwestycji. Z kolei w ramach orientacji efektywnościowej postrzegania ryzyka, będącej orientacją o nacechowaniu krańcowym, decydent jest skłonny do ponoszenia ryzyka, co

[477] T. Tavor, *The theoretical attitude and actual behavior of an individual towards risk,* Journal of Behavioral and Experimental Finance, vol. 23, 2019, s. 1-11.
[478] *Zarządzanie ryzykiem,* op. cit., s. 14-15.

warunkowane jest bezwzględnym dążeniem do maksymalizacji *sensu largo* efektywności gospodarowania, uniezależnionym od potencjalnych, innych niż wyrażone efektywnościowo, konsekwencji wyboru konkretnego wariantu decyzyjnego. Tym samym postawa skłonności do ryzyka wyrażana jest zależnością, zgodnie z którą decydent gotowy jest zaangażować dodatkowe jednostki ryzykownego kapitału w procesach finansowania rozwoju podmiotu, by osiągnąć ekstremum funkcji optymalizacyjnej rozważanej płaszczyzny.

Wyznaczona na podstawie uwarunkowań psycho-społecznych postawa decydenta wobec ryzyka choć niezbędna do uwzględnienia w strategicznych procesach doboru finansowania inwestycji podmiotu gospodarującego, powinna być traktowana raczej jako czynnik zakłócający zachowanie zgodności pomiędzy formułami procesów rozwojowych, naczelną normą efektywnościową a optymalnym, właściwym dla konkretnego sposobu percepcji, ryzykiem wariantu decyzyjnego. Czynniki behawioralne obciążają bowiem zdolności kognitywne decydenta, a przez to determinują jego *sensu largo* nieracjonalność, co skutkować może odrzuceniem rozwiązań spełniających z jednej strony oczekiwania efektywnościowe gospodarowania, z drugiej kryterium dopuszczalnej mierzalnej niepewności w obszarze kształtowania architektury zasileń kapitałowych procesów inwestycyjnych. Taka konstatacja uzasadnia, że fundamentem percepcji ryzyka i dalej wyznaczania jego akceptowalnej, różnicowanej przez poziom ekspansji strukturalnej jednostki, wielkości powinny być raczej uwarunkowania kwalitatywne oraz kwantytatywne. Wobec tego słuszną wydaje się weryfikacja empiryczna przedstawionych modeli percepcji ryzyka w odniesieniu, w głównej mierze, do rozpoznanych uwarunkowań strategicznych procesów decyzyjnych rozważanej sfery o nacechowaniu incydentalnym i efektywnościowym.

ROZDZIAŁ 5. RYZYKO W PROCESACH DOBORU FINANSOWANIA INWESTYCJI PRZEDSIĘBIORSTW – WYNIKI BADAŃ

5.1 Profil percepcji ryzyka w działalności strategicznej przedsiębiorstw

O ile rozpoznane obszary działalności strategicznej są koncepcyjnie stałe i uniwersalne dla przedsiębiorstw o różnej specyfice o tyle wyznaczane przez jednostki gospodarcze w sposób planistyczny, osadzone w odległej perspektywie czasowej, stany przyszłe, jak i projektowane strategie postępowania, rozumiane jako ścieżki materializacji tych planów, są różne, czego powodu upatrywać należy w antropomorficznym nacechowaniu jednostek gospodarczych oraz w ich odmiennej architekturze organizacyjnej. Należy bowiem stwierdzić, że, z jednej strony, im większe jest przedsiębiorstwo tym bardziej złożona i rozbudowana jest jego sfera regulacji i tym samym jest ono w stanie rozpoznać, przeanalizować i przekonwertować na decyzje kierownicze więcej informacji, co ostatecznie skutkuje formułowaniem odmiennych planów strategicznych, niż w przypadku mniejszych przedsiębiorstw, o ograniczonych zdolnościach recepcji i antycypacji zdarzeń gospodarczych. Z drugiej strony przedsiębiorstwa różnicowane ze względu na masę majątkowo-strukturalną dokonują dezagregacji zunifikowanych celów podstawowych działalności gospodarczej na odmienne, zgodne ze swoją specyfiką, pożądane stany długookresowe, co również warunkuje heterogeniczne nacechowanie projekcji kwantytatywnych procesów rozwojowych. W takiej sytuacji, uznanie słuszności paradygmatu stanowiącego, że ryzyko, wyrażane hipotetyczną niezgodnością projektowanego stanu przedsiębiorstwa względem stanu osiągniętego, jest nierozerwalnym przymiotem działalności gospodarczej, uzasadnia, że podobnie jak niejednorodna jest projekcja działalności strategicznej przedsiębiorstw o różnej masie majątkowo-strukturalnej, tak w różny sposób uwzględniają one w procesach formułowania kwantytatywnych planów rozwojowych kwestię ryzyka związanego z osiąganiem celów długookresowych w obszarach:

- kadr i personelu - kapitału intelektualnego,
- techniki i technologii,
- rynku,

- struktury kapitału.

Ryzyko kadrowo-personalne powinno być postrzegane wielopłaszczyznowo, bowiem dotyczy trzech sprzężonych wymiarów cząstkowych, tj. wymiaru strukturalizacji funkcji personalnej obecnej i nowo pozyskiwanej kadry, wymiaru wykształcania kapitału relacyjnego oraz wymiaru kapitału organizacyjno-strukturalnego. W kontekście funkcji personalnej jego identyfikacja odnosi się do hipotetycznej nieadekwatności formuł projekcji struktury zatrudnienia, reguł prowadzania procesów rekrutacyjnych, niezdolności właściwego motywowania kadry oraz kontroli jej postępowania, w obszarze której ryzyko wyrażane jest potencjalnym niewykształceniem właściwego wzorca zachowań pracowników oraz brakiem standaryzacji kryteriów ich oceny. W materii kapitału relacyjnego ryzyko podlega percepcji podporządkowanej prawidłowości kształtowania przydatnych, docelowo prorozwojowych, stabilnych i wzmacniających konkurencyjność podmiotu, relacji z instytucjami otoczenia zewnętrznego, rozważanego w wymiarze rynkowym i pozarynkowym, jak i z budowaniem relacji wewnątrzorganizacyjnych, pomiędzy pracownikami oraz pomiędzy pracodawcą a pracownikiem. Z kolei w wymiarze kapitału organizacyjno-strukturalnego ryzyko powinno być rozpoznawane w kategoriach poprawności projektowania układu ról uczestników organizacji i sprzężeń między nimi, strukturalizacji kanałów komunikacji i standaryzacji zachowań adekwatnych względem struktury i specyfiki kadry, a także z kwestią dbania o klimat organizacyjny, w rozumieniu stymulującej atmosfery pracy, i z kwestią kultury organizacyjnej, w rozumieniu krzewienia właściwych wartości reprezentowanych przez przedsiębiorstwo i jego pracowników.

Percepcja ryzyka dotyczącego płaszczyzny techniczno-technologicznej działalności strategicznej odnosi się do kwestii właściwego formułowania reguł przebiegu procesów B+R, przez co z jednej strony należy rozumieć właściwą konstrukcję układu funkcji cząstkowych je strukturalizujących, z drugiej problematykę zdolności generowania niezbędnych zasileń i dalej efektów tych procesów. Materia generowania zasileń procesów B+R związana jest z ryzykiem niezdolności przedsiębiorstwa do pozyskania odpowiednich względem zaprojektowanych procesów badawczych i rozwojowych zasobów, zarówno materialnych, jak i niematerialnych, umożliwiających prospektywnie ujęte materializowanie pożądanych rezultatów. W tym miejscu należy zwrócić uwagę, że zarówno docelowo dostarczone przez procesy B+R wyniki, jak i pozyskana z otoczenia technologia, muszą spełniać zarówno kryterium aplikacyjności w procesach podstawowych oraz kryterium innowacyjności, wyrażane ich pozytywnym

wpływem na poprawę pozycji konkurencyjnej jednostki. Percepcja ryzyka w obszarze techniczno-technologicznym działalności rozwojowej odnosi się także do jego kapitałochłonności, bowiem poniesione na pozyskanie lub wytworzenie technologii nakłady finansowe mogą przekroczyć wygenerowane na skutek wdrożenia tej technologii korzyści, co warunkuje konieczność rozważenia materii ryzyka braku uzasadnienia ekonomicznego przyjętych rozwiązań w tym zakresie. Obok dostarczenia oczekiwanych, uzasadnionych ekonomicznie, zdatnych do aplikacji i innowacyjnych wyników B+R ryzyko na płaszczyźnie techniczno-technologicznej powinno być także postrzegane przez pryzmat niedostatecznej ochrony własności intelektualnej, a co za tym idzie możliwości niepożądanego powielenia rozwiązań przez podmioty trzecie.

W obszarze rynkowym ryzyko powinno być postrzegane dwutorowo. Po pierwsze przez pryzmat reputacji, w kategoriach klasycznie rozumianej konkurencji, które wyrażane jest hipotetyczną, względnie trwałą niezdolnością do zaspokojenia, w lepszy, niż inne podmioty rynkowe, sposób identyfikowanego popytu produktami spełniającymi jego oczekiwania cenowo-jakościowe. Po drugie percepcja ryzyka rynkowego dotyczy płaszczyzny wykształcania homeostazy pomiędzy celami o nacechowaniu kwantytatywnym, które w perspektywie krótkookresowej powinny być traktowane przez pryzmat zysku netto, natomiast w długiej perspektywie przez pryzmat maksymalizacji wartości rynkowej podmiotu, oraz celami o nacechowaniu kwalitatywnym, związanymi ze społeczną odpowiedzialnością prowadzonego biznesu. Ryzyko odnoszone do społecznej odpowiedzialności biznesu rozpoznawane powinno być przez przedsiębiorstwa z jednej strony w kontekście niezapewnienia bezpiecznych, prorozwojowych i stymulujących warunków pracy personelu, z drugiej jego identyfikacja powinna być osadzona w kategoriach hipotetycznego niezaspokojenia oczekiwań regulatorów zewnętrznych o charakterystyce moralno-etyczno-ekologicznej. W odniesieniu do drugiego z aspektów, ryzyko związane jest z niedostosowaniem specyfiki procesów produkcyjnych wobec obowiązujących i ulegających przekształceniom norm społecznych i tym samym z generowaniem nadmiarowych, nieakceptowalnych, kosztów zewnętrznych. Uzupełnieniem percepcji ryzyka rynkowego jest jego postrzeganie w obszarze kooperacji i dalszej integracji rynkowej, gdzie rozważona powinna zostać kwestia negatywnych konsekwencji potencjalnego niepogłębiania współpracy z innymi podmiotami gospodarczymi, co doprowadzić może do niewygenerowania międzyorganizacyjnego efektu synergii.

W obszarze kapitałowym działalności strategicznej ryzyko postrzegane powinno

być jako potencjalne nieprawidłowości formułowania norm architektury finansowania inwestycji. Tak wyrażone ryzyko kapitału konstatowane jest przez sprzężone obszary nieadekwatności zasileń kapitałowych oraz ryzyka ich wielopłaszczyznowo rozumianej nieefektywności. Percepcja ryzyka adekwatności zasileń kapitałowych związana jest z rozpoznaniem czynników uniemożliwiających pozyskanie właściwego względem wymogów inwestycyjnych wolumenu środków pieniężnych we właściwej cezurze czasowej, co potencjalnie może skutkować zachwianiem ciągłości działalności rozwojowej. Natomiast postrzeganie ryzyka nieefektywności finansowania odbywa się trójwymiarowo. Po pierwsze powinno być rozważane w odniesieniu do poziomu rentowności przedsięwzięć, w których zostać ma zaalokowany kapitał, który to poziom docelowo powinien być wyższy, niż w okresach ubiegłych. Po drugie jego percepcja powinna być związana ze słusznością określania wolumenu alokowanych w środkach trwałych środków pieniężnych względem sprawności sfery operacyjnej, co formułuje ryzyko obniżenia poziomu rentowności środków trwałych kontrolowanych przez przedsiębiorstwo. Po trzecie ryzyko nieefektywności finansowania inwestycji rozpoznawane powinno być w materii zachowania spójności pomiędzy regułami doboru zasileń kapitałowych a nadrzędnym kryterium efektywnościowym wyrażanym minimalizacją średnioważonego kosztu angażowanego w procesy rozwojowe kapitału. Kryteria percepcji ryzyka występującego w poszczególnych obszarach cząstkowych działalności strategicznej przedsiębiorstw przedstawia tabela 4.

Ryzyko kadr i personelu	**Ryzyko techniki i technologii**	**Ryzyko rynkowe**	**Ryzyko kapitałowe**
• Ryzyko adekwatności kształtowania i realizacji **(Funkcja personalna)** • Ryzyko budowania i utrzymywania relacji z instytucjami otoczenia **(Kapitał relacyjny)** • Ryzyko organizacji struktur przedsiębiorstwa **(Kapitał organizacyjno-strukturalny)**	• Ryzyko pozyskania przydatnych zasobów **(Zasilenia technologiczne)** • Ryzyko innowacyjności i aplikacyjności technologii **(Technologia)** • Ryzyko kapitałochłonności procesów B+R **(Rozwój technologiczny)** • Ryzyko ochrony własności intelektualnej **(Własność intelektualna)**	• Ryzyko niewyróżnienia własnego asortymentu **(Wizerunek)** • Ryzyko nieadekwatności względem wymogów społecznych **(CSR)** • Ryzyko nieosiągnięcia międzyorganizacyjnego efektu synergii **(Kooperacja i integracja)**	• Ryzyko braku możliwości pozyskania kapitału **(Zasilenia kapitałowe)** • Ryzyko adekwatności alokacji środków pieniężnych **(Alokacja kapitału)** • Ryzyko nieosiągnięcia założonego poziomu rentowności inwestycji **(Rentowność inwestycji)** • Ryzyko wysokiego kosztu kapitału **(Koszt kapitału)**

Tabela 4. Wymiary percepcji ryzyka w działalności strategicznej przedsiębiorstw.

Źródło: opracowanie własne.

O ile ustalone wymiary percepcji ryzyka są zunifikowane tak, mając na uwadze, że niejednorodne są procesy formułowania planów rozwojowych przez przedsiębiorstwa różnej wielkości, słuszności nabiera stwierdzenie, że ryzyko występujące w poszczególnych obszarach działalności strategicznej na etapie jej projekcji rozpoznawane jest przez podmioty gospodarujące w inny sposób, a co za tym idzie, inaczej jest ono uwzględniane w procesach ustalania strategii. Takie podejście skłania ku rozważeniu profilu percepcji ryzyka występującego w poszczególnych obszarach działalności strategicznej przez jednostki gospodarcze znajdujące się na różnych etapach ekspansji majątkowo-strukturalnej. Traktując człowieka jako siłę sprawczą i podwalinę działalności gospodarczej właściwą jest w pierwszej kolejności identyfikacja charakterystyk różnicowanego przez wielkość podmiotu profilu postrzegania ryzyka w obszarze kadrowo-personalnym działalności strategicznej. Profil percepcji ryzyka występującego w obszarze kadrowo-personalnym działalności strategicznej przez przedsiębiorstwa o rożnej masie majątkowo-strukturalnej przedstawia tabela 5.

Wielkość podmiotu	Funkcja personalna (ryzyko adekwatności kształtowania i realizacji)	Kapitał relacyjny (ryzyko budowania i utrzymywania relacji)	Kapitał organizacyjno-strukturalny (ryzyko organizacji struktur przedsiębiorstwa)
Mikro	Fundamentalne znaczenie zapewnienia ciągłości procesów operacyjnych; Brak istotności pogłębionych relacji z otoczeniem; Nikła ranga klimatu i kultury organizacyjnej w działalności rozwojowej; Ograniczona elastyczność w dostosowaniu stylu kierowania względem specyfiki kadry.		
	• Projektowana w wymiarze pozyskiwania personelu produkcyjnego; Wszelkie procesy, podstawowe i rozwojowe, ogniskowane wokół kompetencji osoby właściciela.	• Operatywny charakter relacji rynkowych; Brak dążeń kooperacyjno-koncentracyjnych.	• Nieformalny styl zarzadzania; Brak standaryzacji reguł postępowania kadry. • Płaska struktura, nieuwzględnienie klimatu i kultury organizacyjnej w działalności rozwojowej.
Małe	Istotność wkładu obecnego, jak i w przyszłości pozyskiwanego, personelu w poprawę zarówno sprawności operacyjnej, jak i długookresowej konkurencyjności; Formułowanie i utrwalanie relacji kooperacyjnych z uczestnikami łańcuchów dostaw – kooperacja pionowa.		
	• Uwzględniania w wymiarze funkcji cząstkowych planowania, pozyskiwania i ograniczenia rotacji kadry produkcyjnej i merytorycznej.	• Delegacja prerogatyw kształtowania relacji z otoczeniem; Utrwalenie rynkowej wymiany świadczeń.	• Przekazanie uprawnień zarządczych, brak standaryzacji regulaminów • Rozrost struktury organizacyjnej; Brak projekcji ścieżki awansu członków personelu.
Średnie	Nadrzędność znaczenia pracowników intelektualnych nad pracownikami produkcyjnym; Postępująca standaryzacja działań kadry i formalizacja kanałów komunikacji; Wzrost znaczenia atmosfery pracy; Wyznaczenie fundamentalnych wartości przedsiębiorstwa.		
	• Uwzględniania w wymiarze funkcji cząstkowych planowania, pozyskiwania i motywowania kadry, oraz połowicznie w wymiarze kontroli; Szczególnie istotna w odniesieniu do pracowników intelektualnych.	• Wyróżnienie struktur właściwych do realizacji określonych procesów; trwała współpraca rynkowa; Antycypacja zmienności otoczenia rynkowego.	• Formalizacja kanałów komunikacji i standardów pracy. • Wzrost znaczenia klimatu organizacyjnego oraz kultury organizacyjnej.
Duże	Fundament działalności strategicznej to pozyskiwanie i zatrzymanie, zgodnego z wymaganiami względem pożądanych kompetencji miękkich i twardych merytorycznego personelu; Brak identyfikacji istotności rotacji pracowników produkcyjnych w procesach rozwojowych; Wzrost znaczenia integracji poziomej.		
	• Wszystkie funkcje cząstkowe uwzględniane w procesach projekcji strategii; Dążenie do harmonizacji kompetencyjnej i charakterologicznej personelu.	• Kształtowanie trwałych, prorozwojowych, rynkowych i pozarynkowych relacji z otoczeniem przez właściwe struktury.	• Zaawansowana parcelacja kompetencji zarządczych oraz standaryzacja postaw kadry. • Kultura organizacyjna traktowana jako kapitał przedsiębiorstwa.

Tabela 5. Profil percepcji ryzyka występującego w obszarze kadrowo-personalnym działalności strategicznej

Źródło: opracowanie własne.

Mikro przedsiębiorstwa postrzegają ryzyko kadrowo-personalne w dominującym stopniu przez pryzmat niezdolności do zapewnienia ciągłości procesów podstawowych, co wyrażane jest refleksją nad hipotetyczną niemożliwością pozyskania pracowników produkcyjnych. W kontekście procesów rozwojowych fundamentalne znaczenie mają kompetencje właściciela, przy czym nie jest identyfikowane ryzyko braku jego wsparcia w planowaniu działalności strategicznej przez inne osoby. Jednostki o mikro masie majątkowo-strukturalnej tak jak w doraźny sposób odnoszą się do ryzyka projektowania procesów pozyskiwania kadry produkcyjnej, nie uwzględniając funkcji jej planowania, motywowania i kontroli, tak w operatywny sposób traktują ryzyko odnoszące się do niemożności krzewienia kapitału relacyjnego. Ryzyko w obszarze relacji przedsiębiorstwa jest rozpatrywane jako potencjalna niezdolność organizacji do budowania, opartych o rynkową wymianę świadczeń, stosunków z wybranymi podmiotami najbliższego otoczenia. Mikro przedsiębiorstwa nie odnoszą się do ryzyka w obszarze kapitału relacyjnego o kierunku wektora skierowanym ku wnętrzu organizacji, bowiem ani stymulująca atmosfera pracy, ani kultura organizacyjna nie są traktowane przez nie jako źródła przewagi konkurencyjnej, a relacje pracownik-pracodawca mają charakter *stricte* służbowy. Jednocześnie przedsiębiorstwa rozważanej wielkości nie dostrzegają zagrożenia rotacji kadry powodowanego brakiem możliwości awansu, ani hipotetycznych zagrożeń obniżenia efektywności pracy pracowników wynikających z błędów komunikacyjnych, bowiem marginalizowana jest istotność standaryzacji kanałów komunikacji oraz dostosowania stylu zarządzania względem specyfiki działalności.

Małe przedsiębiorstwa postrzegają ryzyko występujące na płaszczyźnie kadrowo-personalnej nie tylko przez pryzmat możliwego przerwania ciągłości procesów operacyjnych, ale także przez pryzmat brak wkładu personelu w poprawę konkurencyjności jednostki. Uznają one istotność ryzyka adekwatności ustalania formuł funkcji personalnej, rozważając tę materię w kontekście funkcji cząstkowych planowania kadry, zarówno merytorycznej, jak i produkcyjnej, projekcji procesów jej pozyskiwania oraz wykształcania narzędzi jej motywowania. Pomijana jest natomiast kwestia ryzyka związanego z funkcją kontroli, a tym samym nie następuje rozpoznanie ryzyka braku wyznaczenia wzorca pożądanych postaw personelu oraz kryteriów jego oceny. Wzrost liczebności zatrudnienia powoduje zmianę profilu postrzegania ryzyka kształtowania relacji wewnątrz organizacji bowiem dążąc do ograniczenia rotacji pracowników małe jednostki wykształcają mechanizmy motywacyjne oraz narzędzia integracji

wewnątrzorganizacyjnej, umożlwiające utrzymanie sprzyjającej wzrostowi produktywności atmosfery. Profil percepcji ryzyka ulega stopniowemu przeformułowaniu również w wymiarze relacji z otoczeniem zewnętrznym, ponieważ o ile relacje rynkowe są wciąż operatywne oraz oparte o wymianę świadczeń to z jednej strony za ich budowanie nie jest odpowiedzialny wyłącznie właściciel, ale i delegowani do tego pracownicy, z drugiej strony pracownicy ci dążą do ich utrwalenia z wybranymi podmiotami, co zapewniać ma stabilność rynkową jednostki. Wzrost liczebności kadry implikuje również ryzyko przeciążeń informacyjnych ośrodka decyzyjnego, co mitygowane jest przez małe podmioty poprzez parcelację kompetencji zarządczych na kilku managerów niższego szczebla. Mimo rozrostu struktury organizacyjnej nie zostaje rozpoznana istotność formalizacji ścieżek awansu pracowników, ścieżek dystrybucji informacji oraz określenia właściwego stylu zarządzania managerów.

Średnie przedsiębiorstwa postrzegają ryzyko występujące w obszarze funkcji personalnej w znacznej mierze w sposób zbieżny z przedsiębiorstwami małymi, jednak z tą różnicą, że uznają one nadrzędne znaczenie pracowników merytorycznych w procesach gospodarowania i starając się ograniczyć ekspozycję na ryzyko ich rotacji formułują odmienne narzędzia ich motywowania, m.in. w obszarze ustalania polityki wynagrodzeń czy warunków świadczenia pracy. Średnie przedsiębiorstwa wykształcają także fragmentarycznie funkcję kontroli, bowiem choć nie są w pełni określone i skodyfikowane kryteria oceny pracowników oraz nie jest rozpoznawane ryzyko niewłaściwej ewaluacji kadry, dostrzegają one potencjalne reperkusje nieokreślenia pożądanych postaw personelu. Poprzez określenie docelowych postaw pracowników jednostki średnie dążą także świadomie do eliminacji ryzyka braku wyznaczenia fundamentalnych wartości, a co za tym idzie niewykształcenia kultury organizacyjnej. Docelowo realizowaną funkcją wzmacniającą w tym zakresie jest ustalenie transparentnych standardów pracy, dostosowanie kanałów komunikacji oraz stylu zarządzania względem struktury organizacyjnej, co służyć ma ograniczeniu błędów komunikacyjnych oraz powstawaniu niewłaściwych relacji wewnętrznych. Natomiast w wymiarze formułowania relacji zewnętrznych średnie przedsiębiorstwa rozpoznają ryzyko odnosząc je nie tylko do niestabilności operatywnej wymiany świadczeń, ale także do hipotetycznej, przyszłej, niepożądanej zmienności instytucji otoczenia rynkowego, co skutkuje wyodrębnieniem złożonych struktur wewnętrznych, tzw. *front office*, odpowiedzialnych za recepcję i antycypację charakterystyk regulatorów istotnych dla krótkookresowego, jak i rozwojowego funkcjonowania przedsiębiorstwa.

W obszarze kadrowo-personalnym działalności strategicznej dla podmiotów o dużej masie majątkowo-strukturalnej osią percepcji ryzyka jest utrzymanie stabilności zatrudnienia kluczowej kadry, co wybrzmiewa dążeniem do pozyskania i możliwie trwałego zatrzymania w strukturach pracowników merytorycznych, stanowiących fundament i *spiritus movens* rozwoju podmiotu. Duże przedsiębiorstwa nie traktują natomiast w kategoriach ryzyka materii rotacji kadry bezpośrednio produkcyjnej, motywując to względną łatwością pozyskania zastępstwa na tego rodzaju stanowiska, jak i zaawansowaną automatyzacją produkcji. Jednostki rozważanej grupy traktują natomiast jako znaczące dla swojego wzrostu ryzyka związane z nieefektywnością sprzężeń wewnątrzorganizacyjnych, rozpoznając je w kategoriach hipotetycznego braku harmonizacji kompetencyjnej i charakterologicznej kadry, formułowaniem nieodpowiednich wartości i pogorszeniem atmosfery pracy oraz niedostateczną formalizacją reguł postępowania zawartych w regulaminach pracy i instrukcjach stanowiskowych. Rozpoznawane jest także ryzyko problemów komunikacyjnych wynikające z rozbudowanej, wielopoziomowej i złożonej struktury organizacyjnej. Dążąc do jego ograniczenia przedsiębiorstwa tworzą między działowe mapy procesów oraz samoregulacyjnie formułują zasady funkcji kontroli tych procesów, która docelowo ma być realizowana w oparciu o ustalone, sformalizowane kryteria. Dla dużych przedsiębiorstw istotnym jest także rozpoznane ryzyko relacyjne, dotyczące zmienności charakterystyk zarówno otoczenia rynku właściwego, na którym działają, gdzie odnoszone jest do hipotetycznej niemożliwości utrwalenia i wiązania właściwymi umowami kluczowych dla ciągłości i efektywności procesu produkcyjnego kooperantów, ale także w wymiarze pozarynkowym, gdzie traktowane jest przez pryzmat niezdolności do budowania odpowiednich, tworzących środowisko rozwojowe, stosunków m.in. z lokalną społecznością, samorządami czy instytucjami finansowymi.

Drugim z obszarów działalności rozwojowej, w którym przedsiębiorstwa różnej wielkości w odmienny sposób postrzegają ryzyko jest obszar techniczno-technologiczny, odnoszący się do projekcji wyposażenia przedsiębiorstwa we właściwej specyfiki, strategicznie przydatny i użyteczny w procesach podstawowych substrat majątkowy. Percepcja ryzyka występującego w przedmiotowym obszarze odnosi się do 4 holistycznie postrzeganych płaszczyzn cząstkowych – zasileń technologicznych, konkurencyjności pozyskiwanej technologii, jej kapitałochłonności i ochrony prawnej wdrażanych rozwiązań. Profil percepcji ryzyka występującego w obszarze techniczno-technologicznym działalności strategicznej przedstawia tabela 6.

Wielkość podmiotu	Zasilenia technologiczne (ryzyko pozyskania przydatnych zasobów)	Technologia (ryzyko innowacyjności i aplikacyjności technologii)	Rozwój technologiczny (ryzyko kapitałochłonności procesów B+R)	Własność intelektualna (ryzyko ochrony własności intelektualnej)
Mikro	Dobór technologii zgodny z oczekiwaniami właściciela; Cel rozwoju technologicznego to zachowanie względnie stałego poziomu konkurencyjności; Brak endogennych procesów badawczo-rozwojowych; Nadrzędność generowania dodatkowych jednostek zysku przez wdrażane rozwiązania;			
	• Pozyskiwanie technologii zgodnie z wiedzą i preferencjami właściciela; Brak audytu przed wdrożeniem nowych rozwiązań.	• Subiektywna percepcja konkurencyjności podmiotu; Majątek ma służyć jej utrzymaniu.	• Fundamentalne znaczenie ma brak negatywnego wpływu na płynność i zyskowność podmiotu.	• Brak znamion innowacyjności rozwiązań; Ochrona prawna nie jest istotna.
Małe	Technologia pozyskiwana z otoczenia, docelowo stanowiąca źródło przewagi konkurencyjnej; Ogniskowanie wiedzy nie tylko w osobie właściciela; *Benchmarking* technologiczny względem instytucji otoczenia; Identyfikacja zagrożeń operacyjnych związanych z nowymi rozwiązaniami;			
	• Pozyskiwana z otoczenia technologia jest dostosowywana względem specyficznych wymogów przedsiębiorstwa.	• Różnice w projektowanej dla przedsiębiorstwa technologii mają stanowić źródło przewagi konkurencyjnej.	• Nadrzędnym jest zachowanie płynności i generowanie dodatkowego zysku; Zwrot z zainwestowanego kapitału staje się istotny.	• Ze względu na dostarczenie technologii przez podmioty trzecie prawo wyłączności jest nieuwzględniane.
Średnie	Wykształcenie podstawowych struktur wewnętrznych odpowiedzialnych za prace badawczo-rozwojowe; Wzrost istotności kapitału intelektualnego (pracownicy merytoryczni); Pogłębiony *benchmarking* względem otoczenia – zarówno w wymiarze technologicznym, ale i procesowym;			
	• Uzupełnienie pozyskiwanej z otoczenia technologii o wyniki prac badawczo-rozwojowych.	• Technologia musi być nadrzędna specyfiką względem technologii konkurencji i dostosowana do procesów wewnętrznych.	• Nadrzędnym kryterium pozyskania technologii jest zwrot z zainwestowanego w nią kapitału w ustalonym terminie.	• Istotności nabierają właściwe certyfikaty potwierdzające standard jakości.
Duże	Strukturalizacja i formalizacja procesów B+R; Wykształcana wewnętrznie, innowacyjna technologia źródłem przewagi konkurencyjnej; Dążenie do ochrony wygenerowanych wyników B+R; Istotność kryterium rentowności alokacji kapitału w procesach badawczo-rozwojowych;			
	• Technologia jest pozyskiwana z otoczenia, ale nadrzędność w procesach rozwojowych mają rozwiązania wykształcone wewnętrznie.	• Fundamentalne znaczenie dla poprawy konkurencyjności przedsiębiorstwa mają autonomicznie wykształcone wyniki B+R.	• Rentowność alokowanego w technologii kapitału jest równie ważna co sprawna aplikacja rozwiązań i dostarczenie wyników w krótkim terminie.	• Ochrona patentowa wykorzystywana do zabezpieczenia najważniejszych rozwiązań przed ich powielaniem przez konkurencję.

Tabela 6. Profil percepcji ryzyka występującego w obszarze techniczno-technologicznym działalności strategicznej

Źródło: Opracowanie własne.

Ryzyko w obszarze techniczno-technologicznym działalności strategicznej jest identyfikowane przez mikro podmioty, jako potencjalne pogorszenie pozycji konkurencyjnej na skutek niedostosowania wyposażenia technologicznego względem wymogów otoczenia. Projekcja pożądanej architektury aktywów trwałych, docelowo umożliwiających zaspokojenie identyfikowanego popytu w stopniu nie mniejszym, niż w okresach ubiegłych, dokonywana jest zgodnie z subiektywnym poglądem i preferencjami właściciela. Mikro podmioty nie dostrzegają w tym zakresie ograniczeń decydenta, pomijając konieczność jego wsparcia merytorycznego w procesie decyzyjnym w celu niwelowania zagrożenia doboru *sensu largo* niewłaściwej technologii. Przedsiębiorstwa rozważanej grupy marginalizują również znaczenie możliwej niekompatybilności technologii względem procesów podstawowych, motywując takie podejście łatwością samoregulacyjnego przeformułowania reguł tych procesów, bowiem są one względnie proste, złożone z niewielkiej liczby funkcji cząstkowych. Marginalizowane jest, więc także znaczenie ryzyka wystąpienia reperkusji finansowych związanych z koniecznością dokonania przekształceń endogennych względem nowej technologii, podobnie jak jedynie fragmentarycznie postrzegane jest ryzyko braku zwrotu z inwestycji w technologię. W tym zakresie traktowane jest ono przez mikro podmioty głównie w sposób operacyjny jako hipotetyczna niezdolność do zachowania płynności finansowej i niewygenerowanie przez projektowane rozwiązania dodatkowych jednostek zysku netto. Mikro przedsiębiorstwa nie traktują w kategoriach ryzyka możliwego powielenia rozwiązań technologicznych przez inne jednostki, uznając, że pozyskanie technologii z otoczenia związane jest z powszechnością dostępu do niej, a co za tym idzie z brakiem możliwości zastrzeżenia praw jej wykorzystania.

Małe przedsiębiorstwa odnoszą ryzyko w obszarze techniczno-technologicznym działalności rozwojowej do hipotetycznego nieuzyskania przewagi konkurencyjnej na skutek projekcji procesów modernizacji i/lub nabycia majątku trwałego nie cechującego się wyższym zaawansowaniem technicznym, niż technologia otoczenia, oraz możliwego niespełnienia przez projektowane rozwiązania oczekiwań względem ich unikatowej charakterystyki. Dążąc do jego redukcji przekształcają formuły doboru technologii, odchodząc od zindywidualizowanego poglądu właściciela na materię konkurencyjności majątku na rzecz *benchmarkingu* względem konkurentów oraz na tej podstawie ustalenia wymagań technicznych docelowo pozyskanych z otoczenia aktywów trwałych. Rozpoznane ryzyko na płaszczyźnie zasileń technologicznych traktowane jest przez małe przedsiębiorstwa również w kategoriach możliwych niesprawności ich implementacji

w procesach podstawowych, co wyrażane jest rozważeniem kwestii m.in. konieczności przeszkolenia kadry czy potencjalnych zatrzymań produkcji. W tym zakresie dostrzegają one również istotność rozsądzenia materii kapitałochłonności pożądanej technologii, której planowane wdrożenie nie tylko nie powinno chwiać krótkookresową równowagą kosztową, ale także powinno ograniczać prawdopodobieństwo nieosiągnięcia zwrotu z zaalokowanego w niej kapitału. Małe przedsiębiorstwa, choć dążą do pozyskania rozwiązań unikatowych to nie traktują jako znaczącego ryzyka ich imitacji przez konkurencję, co z jednej strony motywowane jest brakiem narzędzi ograniczenia powszechnego dostępu do pochodzącej spoza granic jednostki technologii, z drugiej strony, przeświadczeniem, że jej unikalna, dostosowana do wymogów podmiotu gospodarującego specyfika, nie pozwala na przeniesienie rozwiązań bez ich modyfikacji.

Średnie przedsiębiorstwa w obszarze generowania zasileń technologicznych rozpoznają ryzyko powszechnego dostępu do projektowanych rozwiązań i dążąc do jego ograniczenia formalizują, docelowo stanowiące o przewadze konkurencyjnej, struktury wewnętrzne odpowiedzialne za realizację prac badawczo-rozwojowych. Tak więc, choć fundamentem wyposażenia technologicznego jest otoczenie to w odróżnieniu od grupy małych jednostek przedsiębiorstwa średnie planują autonomiczne przeformułowanie charakterystyki pozyskanych aktywów o wyniki własnych prac B+R, bowiem o ile absorbowana spoza ich granic technologia nie jest objęta prawem wyłączności jej wykorzystania to docelowo uzyskany efekt synergii pomiędzy tą technologią a wynikami własnych badań jest trudny do powielenia przez konkurentów. Uzupełnienie technologii o wyniki prac twórczych ma więc na celu z jednej strony zagwarantowanie jej wyższego stopnia zaawansowania technicznego od technologii innych podmiotów, z drugiej eliminację ryzyka jej niedostosowania względem specyfiki ustrukturalizowanych procesów podstawowych, co w efekcie skutkować ma minimalizacją potencjalnych, ujemnych konsekwencji finansowych, wśród których najistotniejszą dla grupy średnich podmiotów jest nieuzyskanie w ustalonym terminie oczekiwanej stopy zwrotu z zainwestowanego w technologię i procesy B+R kapitału pieniężnego. Średnie jednostki nie postrzegają przez pryzmat ryzyka możliwości skopiowania wyników skonceptualizowanych prac badawczo-rozwojowych, ponieważ uznają, że stanowią one tajemnicę przedsiębiorstwa, a co za tym idzie nie ma konieczności obwarowywania ich ochroną patentową. Jednocześnie mając na uwadze konieczność legitymizacji jakości technologii, stanowiącej w zamyśle o przewadze konkurencyjnej podmiotu, co do zasady dostrzegają istotność pozyskania w przyszłości właściwych certyfikatów typu m.in. ISO.

W grupie dużych przedsiębiorstw profil percepcji ryzyka występującego na płaszczyźnie techniczno-technologicznej działalności strategicznej ulega przeformułowaniu, bowiem o ile średnie podmioty traktują je w kategoriach hipotetycznego nieuzupełnienia pozyskiwanej z otoczenia technologii o wykształcone we własnym zakresie rozwiązania, o tyle duże jednostki postrzegają ryzyko przez pryzmat możliwego niewykształcenia, traktowanych jako fundament poprawy pozycji konkurencyjnej, innowacji technicznych. Dążąc do jego ograniczenia projektują rozbudowę struktur odpowiedzialnych za procesy B+R, co wyrażane jest konkretyzacją planów dotyczących inwestycji w posiadany oraz docelowo pozyskany kapitał intelektualny, jak i w jego wyposażenie w niezbędne do realizacji tych procesów instrumenty w postaci m.in. prototypowni czy, umożliwiających modelowanie techniczne, wartości niematerialnych i prawnych. Duże podmioty rozpoznają ryzyko ograniczonej aplikacyjności wyników prac B+R, jak i ryzyko nieposiadania przez opracowane rozwiązania innowacyjnego charakteru, dalej ekstrapolując je zarówno na kwestie związane z potencjalnym brakiem przełożenia inwestycji technologicznych na wzrost wartości kategorii zysku w krótkim terminie oraz maksymalizację rentowności zaalokowanego w nich kapitału w perspektywie strategicznej. W celu mitygacji tak postrzeganego ryzyka uznają za zasadną realizację audytu umożliwiającego określenie odpowiednich właściwości wyposażenia technologicznego względem specyfiki wewnętrznej podmiotu, jak i badań rynkowych, dostarczających informacji nie tylko o technologii konkurentów, ale i o oczekiwaniach społecznych względem efektów jej wykorzystania. Choć duże podmioty pozyskują technologię również spoza swoich granic instytucjonalnych to kluczowe dla wzrostu konkurencyjności, wykształcane wewnętrznie, rozwiązania techniczne planują chronić za pomocą instrumentów prawnych, ograniczając w ten sposób ryzyko utraty przez nie przymiotu innowacyjności.

Kolejną z płaszczyzn działalności strategicznej w obszarze, której przedsiębiorstwa różnej wielkości w różny sposób postrzegają ryzyko jest płaszczyzna rynkowa, dotycząca pozycjonowania przedsiębiorstwa w bliskim otoczeniu oraz problematyki docelowego wzrostu jego znaczenia dla interesariuszy. Percepcja ryzyka w obszarze rynkowym działalności rozwojowej odnosi się do trzech wzajemnie sprzężonych, wymiarów, tj. do wymiaru kształtowania reputacji podmiotu w czasie, do kwestii uwzględniania formuł społecznej odpowiedzialności biznesu w procesach rozwojowych oraz do materii pogłębiania współpracy z instytucjami otoczenia. Profil percepcji ryzyka w obszarze rynkowym działalności strategicznej przedstawia tabela 7.

Wielkość podmiotu	**Wizerunek** (ryzyko niewyróżnienia własnego asortymentu)	**CSR** (ryzyko nieadekwatności względem wymogów społecznych)	**Kooperacja i integracja** (ryzyko nieosiągnięcia międzyorganizacyjnego efektu synergii)
Mikro	Zagospodarowanie rozpoznanego popytu; Kształtowanie wizerunku przedsiębiorstwa poprzez działania marketingowe; Dążenie do zaznaczenia obecności rynkowej podmiotu; Marginalizacja kwestii jakości warunków pracy oraz kosztów społecznych; Operatywne podejście do współpracy rynkowej.		
	• Zindywidualizowany pogląd na kwestię niezagospodarowanego popytu; Dostarczenie produktów spełniających jego oczekiwania jakościowo-cenowe.	• Subiektywne przekonanie o braku wpływ inwestycji na środowisko naturalne; Warunki pracy personelu odnoszone wyłącznie do wymogów prawnych (m.in. BHP).	• Pominięta kwestia istotności budowania trwałej sieci powiązań międzyorganizacyjnych; Operatywna kooperacja pionowa.
Małe	Wielowymiarowe postrzeganie warunków rynkowych; Wzrost znaczenia społecznej odpowiedzialności biznesu w procesach formułowania strategii; Dążenie do ograniczenia kosztów społecznych; Rozszerzenie międzyorganizacyjnej siatki sprzężeń; Dostrzeżenie korzyści utrwalenia relacji z innymi podmiotami.		
	• Refleksja nad zagrożeniami ekspansji rynkowej; Względnie prosta analiza warunków konkurencji w branży; Rozpoznanie bieżących ograniczeń;	• Misja przedsiębiorstwa wykraczająca poza cele ekonomiczne; Realizacja *CSR* odnoszona głównie do identyfikacji i ograniczania kosztów społecznych.	• Rozszerzenie międzyorganizacyjnej siatki sprzężeń; Utrwalenie współpracy rynkowej; Stabilizacja relacji z podmiotami funkcjonującymi na tym samym rynku.
Średnie	Wielopłaszczyznowa identyfikacja potrzeb klienta; Dążenie do właściwego pozycjonowania przedsiębiorstwa względem konkurencji; Koncepcja społecznej odpowiedzialności biznesu, jak i integracja w otoczeniu rozpoznawane jako czynniki poprawy konkurencyjności.		
	• Orientacja prokliencka; Antycypacja zmienności rynkowej; Przekształcenia wewnętrzne zgodne z oczekiwaniami moralno-etyczno-ekologicznymi.	• Realizacja *CSR* poza strukturami, jak wewnątrz nich; Wsparcie społeczności związanej z organizacją; Podejmowanie działań w zakresie opieki nad pracownikami.	• Postępująca integracja pionowa; Zalążki integracji poziomej; Przystąpienie do organizacji zrzeszających instytucje funkcjonujące na określonych rynkach
Duże	Kwantyfikacja kategorii podażowo-popytowych; Procesy zorientowane na dostarczenie wartości klientowi; *Benchmarking* czasowo-przestrzenny; Równorzędność celów natury gospodarczej oraz celów natury społecznej; Zaawansowana integracja pozioma; Współpraca w grupach kapitałowych.		
	• Adekwatność procesów wewnętrznych fundamentem działań rynkowych; Kwantyfikacja kategorii popytowo-podażowych;	• CSR wyrażane dostosowaniem charakteru produkcji do norm regulatorów moralno-etyczno-ekologicznych; Realizacja działań prospołecznych w środowisku lokalnym.	• Zaawansowana współpraca pionowa w grupach kapitałowych; Ograniczanie konkurencji przez integracje poziomą.

Tabela 7. Profil percepcji ryzyka występującego w obszarze rynkowym działalności strategicznej

Źródło: Opracowanie własne.

Mikro podmioty postrzegają ryzyko w obszarze rynkowym działalności strategicznej w sposób zoperacjonalizowany, podyktowany poglądem właściciela na kwestie niewłaściwej identyfikacji grupy docelowej klientów, niespełnienia ich oczekiwań przez oferowane produkty i niewykształcenia korzystnego wizerunku w otoczeniu. W podobny, niesformalizowany sposób mikro jednostki rozpoznają potencjalnych kooperantów, umożliwiających i/lub ułatwiających im funkcjonowanie na konkretnym rynku właściwym, a także konkurentów wraz z ich ofertą produktową. Nie są identyfikowane ani ograniczenia podmiotów, z którymi rozważają nawiązać współpracę, ani mocne i słabe strony identyfikowanych konkurentów. Mikro podmioty dokonują analizy oferty produktowej konkurencji bowiem dostrzegają ryzyko niewyróżnienia własnego asortymentu pod względem jego specyfiki na tle oferty innych przedsiębiorstw. W projekcji procesów podstawowych, stanowiących podwalinę dostarczenia na rynek dóbr o odpowiedniej, pożądanej, charakterystyce nie jest uwzględniane ryzyko ich nieadekwatności względem wymogów społecznych oraz generowania nadmiarowych kosztów zewnętrznych. Jedynym wymiarem ryzyka społecznej odpowiedzialności biznesu jaki rozpoznają mikro jednostki jest ryzyko niespełnienia wymagań regulatora legislacyjnego w zakresie zapewnienia m.in. odpowiednich warunków pracy czy uzyskania niezbędnych norm środowiskowych. Uwzględniane w procesach projekcji strategii rynkowej przedsiębiorstw jest natomiast możliwe przerwanie łańcuchów dostaw i wynikająca z tego utrata ciągłości procesów operacyjnych. Mikro jednostki traktując kwestię mitygacji tak wyrażanych zagrożeń jako istotną dywersyfikują portfolio swoich dostawców i dążą do zawiązania współpracy z nimi poprzez umowy zapewniające ciągłość zasileń zasobowych.

Małe podmioty traktują ryzyko występujące w obszarze rynkowym działalności rozwojowej nie tylko w kategoriach niezdolności do konkurencji jakościowo-cenowej, ale postrzegają je także przez pryzmat intensyfikacji konkurencji, możliwej substytucji produktów czy wzrostu siły przetargowej nabywców i dostawców. Dążąc do jego ograniczenia dokonują względnie prostych analiz marketingowych, mających na celu z jednej strony obniżenie ryzyka nieadekwatności oceny atrakcyjności rynku, z drugiej strony redukcję ryzyka niewłaściwego rozpoznania jego profilu ekonomicznego. Małe przedsiębiorstwa rejestrują również ryzyko ograniczeń ekspansji rynkowej, wyrażanych potencjalnym niedostosowaniem procesów podstawowych zarówno względem wymogów technologicznych wytworzenia produktów o wyższej wartości użytkowej od oferty konkurencji, jak i względem oczekiwań regulatorów społecznych. W kontekście

oczekiwań społecznych rozważają ryzyko negatywnej zmiany sposobu ich postrzegania na skutek wywołania nadmiarowych efektów zewnętrznych. W celu jego mitygacji i umocnienia wizerunku podmiotu jako jednostki społecznie odpowiedzialnej przewidują reperkusje dla lokalnego środowiska generowane przez planowaną działalność, następnie projektując mechanizmy ich ograniczania poprzez m.in. implementację zeroemisyjnych źródeł energii czy wykorzystanie w produkcji ekologicznych materiałów. Pośród małych przedsiębiorstw wzrasta także znaczenie ryzyka rynkowego związanego z niedostateczną, głównie pionową, integracją, bowiem dostrzegają potencjalnie utracone korzyści wynikające z braku transferu wiedzy czy z niedostatecznego *outsourcingu* wyspecjalizowanych usług wspomagających procesy operacyjne. Mając na uwadze konieczność jego ograniczania dążą do zaangażowania kooperantów we wspólną realizację przedsięwzięć produkcyjnych.

Dla średnich przedsiębiorstw osią percepcji ryzyka związanego z kształtowaniem reputacji jest ujęta w czasie niezdolność dostarczenia klientowi, na spełniających oczekiwania podmiotu pod względem atrakcyjności i profilu ekonomicznego rynkach, produktów zaspokajających jego potrzeby funkcjonalne oraz społeczne. Tak postrzegane ryzyko odnoszone jest przez nie do nieprawidłowej antycypacji przekształceń warunków rynkowych w zakresie zmiany charakterystyki popytu oraz akceptowalnego poziomu cen, ewolucji sposobów promocji produktów i kanałów ich dystrybucji, ale również do niedostosowania zasileń procesów podstawowych wobec oczekiwań etyczno-moralno-ekologicznych. W procesach budowania reputacji dostrzegają więc także istotną rolę ryzyka nieuwzględnienia formuł społecznej odpowiedzialności biznesu i dążąc do jego ograniczenia projektują mechanizmy wsparcia lokalnej społeczności m.in. poprzez współpracę ze szkolnictwem, zatrudnianie personelu posiadającego orzeczenie o niepełnosprawności czy podejmowanie działań w zakresie opieki nad pracownikiem, a także planują wdrażanie wewnątrzstrukturalnej gospodarki o obiegu zamkniętym. Średnie przedsiębiorstwa w procesach projekcji strategii rynkowej uznają istotność zacieśniania współpracy z instytucjami funkcjonującymi w tym samym sektorze, co ma na celu zarówno, tak jak w przypadku małych podmiotów, redukcję ryzyka wystąpienia, utraconych na skutek jej niepodjęcia korzyści, jak i redukcję potencjalnych reperkusji wynikających z braku rejestracji informacji pozwalających na prognozę przyszłego stanu bliskiego, wielowymiarowo postrzeganego otoczenia. W celu mitygacji tak rozumianego ryzyka uznają za zasadne przystąpienie i aktywne uczestnictwo w takich zrzeszeniach organizacji jak Krajowe Klastry Kluczowe czy Rada Rozwoju Obszaru Gospodarczego.

Profil percepcji ryzyka rynkowego ulega zmianie w grupie dużych jednostek ponieważ nie rozpoznają go jedynie w kategoriach niezdolności do antycypacji zmienności warunków zewnętrznych, ale także do niesprawności endogennej w zakresie elastycznego dostosowywania procesów względem rozpoznanych, przyszłych charakterystyk popytu i podaży. Dostrzegają one bowiem ograniczenia w przeformułowywaniu zasad realizacji procesów produkcyjnych wynikające ze wzrostu złożoności wewnątrzorganizacyjnej siatki sprzężeń i nadmiernej inercji struktur, a co za tym idzie identyfikują deficyty wewnętrzne w zakresie hipotetycznej konieczności adaptacji produktowej, skalowania produkcji czy efektywnego wykorzystania zasileń zasobowych. Dążąc do ograniczenia tak rozpoznanego ryzyka uznają z jednej strony zasadność realizacji badań umożliwiających kwantyfikację popytu oraz szczegółowe określenie oczekiwań jakościowo-cenowych konsumentów. Z drugiej strony dokonują *benchmarking* czasowo-przestrzenny pozwalający na sporządzenie bilansu strategicznego przedsiębiorstwa oraz analizę łańcucha wartości, umożliwiających ograniczenie nieefektywności wewnętrznej w procesach wytwarzania. Duże jednostki w strategiach rynkowych uznają za zasadne uwzględnienie norm moralno-etyczno-ekologicznych i dążąc do ograniczenia ryzyka niespełnienia oczekiwań społecznych planują udowodnić realizację *CSR* zarówno poprzez uzyskanie certyfikatów typu EMAS czy ISO 140001, poświadczających ograniczenie efektów zewnętrznych, jak i poprzez finansowanie wydarzeń kulturalno-obyczajowych, uczestnictwo w programach wolontaryjnych czy wspomaganie działań samorządów. Duże przedsiębiorstwa nie traktują w kategoriach ryzyka rynkowego niedostatecznej integracji pionowej, bowiem często działają w ramach sprzężonych funkcyjnie grup kapitałowych. Dostrzegają jednak zasadność integracji poziomej, mającej na celu podniesienie barier wejścia na określony rynek właściwy i ograniczenie w ten sposób potencjalnej intensyfikacji konkurencji.

Ostatnią z płaszczyzn działalności strategicznej w obszarze, której rozważana jest materia ryzyka w niej występującego jest płaszczyzna kapitałowa, związana z jednej strony z pozyskiwaniem zasileń kapitałowych rozwoju kwantytatywnego, z drugiej z generowaniem pożądanej wielkości korzyści pieniężnych z tytułu alokacji kapitału w aktywach długoterminowych. Ryzyko na płaszczyźnie kapitałowej rozpoznawane jest w sprzężonych wymiarach zapewnienia odpowiedniego finansowania, wielkości i sposobu alokacji kapitału oraz efektywności jego wykorzystania, wyrażanej zarówno w kategoriach przychodowych, jak i w kategoriach kosztowych. Profil percepcji ryzyka występującego w obszarze kapitałowym działalności strategicznej przedstawia tabela 8.

Wielkość podmiotu	Zasilenia kapitałowe (ryzyko braku możliwości pozyskania kapitału)	Alokacja kapitału (ryzyko adekwatności alokacji środków pieniężnych)	Rentowność inwestycji (ryzyko nieosiągnięcia założonego poziomu rentowności inwestycji)	Koszt kapitału (ryzyko wysokiego kosztu kapitału)
Mikro	Nadrzędność krótkookresowej równowagi ekonomiczno-finansowej; Awersja zarówno względem ryzyka pozyskania kapitału, jak i względem jego alokacji w przedsięwzięcia o niskim stopniu powodzenia; Niestabilność finansowa wyrażana nikłym zapasem kapitału oraz brakiem mechanizmów kompensacyjnych;			
	• Subiektywny pogląd właściciela na ciągłość i terminowość zasileń kapitałowych; Awersja do zewnętrznych kapitałodawców.	• Estymacja właściciela względem wymogów kapitałowych; Nikłe rozpoznanie zarówno cen aktywów, jak i ich zmienności.	• Brak określonego, pożądanego poziomu rentowności inwestycji; Docelowo ma generować dodatkowe jednostki zysku.	• Co do zasady nieuwzględniany; Nadrzędność zachowania stabilności finansowej w procesach inwestycyjnych.
Małe	Uwzględnienie długoterminowej perspektywy gospodarowania środkami pieniężnymi, przy wciąż dominującym znaczeniu równowagi krótkookresowej; Uszczegółowienie aktywów będących przedmiotem inwestycji oraz źródeł ich finansowania Wykształcenie podstawowych mechanizmów kompensacyjnych;			
	• Wykorzystanie kapitałów własnych, uzupełnionych niekiedy o kapitały zewnętrzne.	• Dążenie do uszczegółowienia harmonogramu rzeczowo-finansowego inwestycji.	• Nadrzędność generowania dodatkowych jednostek zysku; Estymacja progu rentowności.	• Uwzględniany; Nadrzędność stabilności finansowej ponad realizację funkcji jego obniżania.
Średnie	Równorzędność krótko- i długoterminowej perspektywy gospodarowania; Przewartościowanie znaczenia kategorii przychodowo-kosztowych na rzecz kategorii wpływów i wydatków; Rentowność inwestycji staje się kluczowym kryterium decyzyjnym; Brak zagrożenia utraty płynności *in minus*;			
	• Akceptacja zewnętrznych źródeł finansowania inwestycji; Swoboda w doborze zasileń kapitałowych.	• Specyfika aktywów oraz wielkość zaalokowanych w nich środków pieniężnych musi umożliwiać wzrost ROA.	• Nadrzędność kryterium oczekiwanej rentowności przedsięwzięcia ponad krótkookresowe korzyści.	• Koszt kapitału istotny i rozważany; Priorytetem jednak jest redukcja nadpłynności.
Duże	Sprzężenie działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej w procesach doboru źródeł finansowania inwestycji; Istotność maksymalizacji efektów zaangażowanego do finansowania krótko- i długookresowego funkcjonowania przedsiębiorstwa kapitału; Dążenie do maksymalnej redukcji kosztu kapitału;			
	• Montaż finansowy maksymalizujący poziom dźwigni finansowej; Zaangażowanie możliwie dużej wielkości kapitałów obcych.	• Harmonizacja procesów operacyjnych oraz sfery ich finansowania; Istotność kryterium maksymalizacji ROA.	• Docelowo maksymalizacja rentowności w długim terminie; Istotność sprzężenia pomiędzy finansową homeostazą krótko-i długookresową.	• Nadrzędność minimalizacji kosztu kapitału, możliwe jest jego dostosowanie względem oczekiwanego poziomu płynności.

Tabela 8. Profil percepcji ryzyka występującego w obszarze kapitałowym działalności strategicznej

Źródło: opracowanie własne.

Mikro przedsiębiorstwa postrzegają ryzyko w obszarze kapitałowym działalności strategicznej przez pryzmat hipotetycznego zachwiania krótkookresową, rozumianą w kategoriach płynności finansowej, homeostazą ekonomiczno-finansową. Ryzyko utarty płynności finansowej odnoszą do nadmiernej kapitałochłonności inwestycji, a zewnętrzne źródła zasileń kapitałowych procesów rozwojowych traktują nie jako szansę, ale jako zagrożenie związane z potencjalną niezdolnością zwrotu powierzonych środków. Mitygacja tak identyfikowanego ryzyka dokonywana jest przez oparcie montażu finansowego inwestycji o formuły samofinansowania, którego wielkość podyktowana jest subiektywnym poglądem właściciela na materię kapitałochłonności rozważanego wariantu rozwojowego, terminu wymagalności kapitału oraz zdolności generowania endogennych zasileń pieniężnych. W kontekście adekwatności wielkości alokacji kapitału w środkach trwałych mikro podmioty nie dokonują rozpoznania trendu zmienności cen aktywów trwałych, nie rozważają materii sprawności sfery operacyjnej, a także nie odnoszą wielkości alokacji do wymagań rynkowych. Istotnym jest dla nich natomiast kwestia redukcji ryzyka niewygenerowania przez inwestycję dodatkowego, co do zasady przeznaczonego do realizacji funkcji korzyści właścicielskiej, zysku. Z tego względu akceptowalnymi są dla nich przedsięwzięcia spełniające kryteria niewielkich wymogów kapitałowych i niskiego ryzyka niepowodzenia, które określane są podstawie doświadczeń właściciela. Mikro przedsiębiorstwa dążąc do samofinansowania inwestycji pomijają istotność ograniczania ryzyka utraconych korzyści z tytułu braku obniżenia kosztu kapitału. Z jednej strony wynika to z braku wiedzy merytorycznej decydenta w zakresie wykorzystania mechanizmów pozwalających na jego redukcję, z drugiej z awersji wobec ryzyka zaangażowania kapitałów pochodzenia obcego.

W grupie małych przedsiębiorstw percepcja ryzyka występującego na płaszczyźnie kapitałowej działalności rozwojowej choć nadal jest ogniskowana głównie wokół potencjalnej utraty płynności finansowej na skutek realizacji procesów inwestycyjnych to ulega przeformułowaniu w zakresie pozyskiwania kapitału spoza granic jednostki. Małe podmioty nie postrzegają bowiem kapitałów obcych wyłącznie przez pryzmat kapitałów generujących zagrożenie dodatkowych, nadmiarowych kosztów odsetkowych, ale także jako szansę na nabycie aktywów trwałych, które pozostawałyby poza możliwościami samofinansowania. Mając jednak na uwadze zwrotny charakter środków pochodzenia obcego dążą do mitygacji ryzyka potencjalnej niemożliwości spłaty wierzycieli poprzez uszczegółowienie harmonogramu rzeczowo-finansowego inwestycji, co pozwalać ma na precyzyjne określenie wymogów kapitałowych projektu,

jak i na ustalenie wielkości oraz perspektywy czasowej wygenerowania przez niego korzyści. W tym kontekście rozważają ryzyko nieosiągnięcia zwrotu z inwestycji umożlwiającego spłatę zaciągniętych zobowiązań oraz niewygenerowanie nadwyżki przeznaczonej do dalszych reinwestycji i realizacji funkcji korzyści właścicielskiej. Pomimo, że małe podmioty dostrzegają ryzyko nieosiągnięcia oczekiwanego zwrotu z inwestycji to nie wyznaczają kwantytatywnie, uwzględniającego deprecjację wartości kapitału w czasie, progu jej rentowności. Podobnie, nie kwantyfikują kosztu angażowanego kapitału, jednak mając na uwadze mechanizm tarczy podatkowej dążą do włączenia do struktury finansowania inwestycji oprocentowane kapitały obce. Należy przy tym stwierdzić, że dla małych jednostek istotniejszą od kwestii ryzyka utraty korzyści z tytułu nieobniżenia kosztu kapitału jest kwestia ryzyka utraty stabilności finansowej, a co za tym idzie nie priorytetyzują osiągnięcia ekstremum funkcji jego minimalizacji.

Średnie podmioty postrzegają ryzyko kapitałowe działalności strategicznej nie w kategoriach utraty płynności finansowej *in minus*, ale raczej przez pryzmat długookresowo ujętej nieefektywności gospodarowania środkami pieniężnymi. Wykazują bowiem stabilną sytuację finansową, wyrażaną zakumulowaniem znacznej wielkości kapitału własnego oraz sprawnym funkcjonowaniem sfery operacyjnej, a co za tym idzie nie odnoszą kwestii ryzyka związanego z materią płynności finansowej do niebezpieczeństwa związanego z niezdolnością do spłaty zobowiązań wobec wierzycieli, ale z materią nadpłynności i wynikającymi z niezastosowania kapitału własnego utraconymi korzyściami. Tak rozumiane ryzyko jest docelowo mitygowane poprzez zgodną z rozpoznanymi możliwościami działalności operacyjnej jednostki alokacją środków pieniężnych w aktywach trwałych mających być wykorzystanymi w procesach podstawowych. Dostrzegane jest jednak w tym kontekście niebezpieczeństwo przeinwestowania, dotyczące przypuszczalnego braku wzrostu wartości wskaźnika rentowności aktywów w czasie. Ryzyko związane z kwestią rentowności nie jest odnoszone przez średnie jednostki wyłącznie do nieefektywności gospodarowania majątkiem, ale także do nieosiągnięcia oczekiwanego zwrotu z inwestycji w ustalonej perspektywie czasowej. W celu jego redukcji dokonują antycypacji przyszłych przepływów pieniężnych i dążą do dostosowania kosztu kapitału względem tych prognoz. Jednakże, choć ryzyko braku redukcji kosztu kapitału traktują jako istotną determinantę nieefektywności inwestycji to jest ono relatywizowane względem ryzyka nadpłynności, a co z tego wynika średnie podmioty są w stanie zmniejszyć poziom dźwigni finansowej

na rzecz podniesienia efektywności gospodarowania kapitałami własnymi.

Duże przedsiębiorstwa na płaszczyźnie kapitałowej działalności strategicznej dostrzegają zagrożenia związane z nieosiągnięciem ekstremum funkcji optymalizacyjnej, rozpatrywanej z jednej strony przez pryzmat potencjalnego braku maksymalizacji korzyści wygenerowanych z tytułu poniesienia określonej wielkości nakładów, z drugiej przez pryzmat braku minimalizacji kosztu kapitału angażowanego do finansowania inwestycji. Dążąc do jego mitygacji prospektywnie formułują konstrukt pasywów, w ramach którego, na skutek włączenia możliwie dużej wielkości kapitałów obcych względem antycypowanych warunków realizacji procesów podstawowych, maksymalizowany będzie poziom dźwigni finansowej. Maksymalizacja *DFL* ma stanowić także sposób na redukcję ryzyka nieosiągnięcia ekstremum funkcji maksymalizacji rentowności kapitału własnego. Należy jednak stwierdzić, że pomimo alokacji znacznego wolumenu kapitału własnego w aktywach trwałych będących przedmiotem inwestycji duże jednostki identyfikują zagrożenie niedostatecznej redukcji nadpłynności finansowej. Sposób ograniczenia tak rozpoznanego ryzyka nie odnosi się jednak do podwyższenia kosztu kapitału docelowo wykorzystanego do sfinansowania inwestycji na skutek zaangażowania dodatkowych jednostek kapitału własnego, ale do ulokowania nadmiarowych, pozostających w dyspozycji przedsiębiorstwa środków pieniężnych np. w instrumentach rynku kapitałowego, co pozwalać ma ostatecznie na symultaniczną realizację funkcji minimalizacji średnioważonego kosztu kapitału przeznaczonego do zasilenia inwestycji, maksymalizacji ROE oraz optymalizacji poziomu płynności. Duże przedsiębiorstwa mitygują w ten sposób także ryzyko realizacji inwestycji rzeczowych o zbyt dużej wartości, bowiem są świadome, że dążąc do osiągnięcia wartości ekstremum funkcji optymalizacji efektywności wykorzystania majątku nie mogą dopuścić do sytuacji, w której efekty działalności operacyjnej nie będą adekwatne względem wartości stosowanych w jej procesach aktywów.

Rozpoznanie profilu percepcji ryzyka występującego na poszczególnych płaszczyznach działalności strategicznej oraz różnic w postrzeganiu ryzyka przez przedsiębiorstwa znajdujące się na innych etapach ekspansji majątkowo-strukturalnej uzasadnia stwierdzenie, że ryzyko nie jest identyfikowane przez podmioty gospodarujące w sposób jednolity. Jednostki o różnej masie majątkowo-strukturalnej rozpatrują bowiem przyszłe zagrożenia ich rozwoju w innych kategoriach i przypisują im odmienną rangę istotności, a co z tego wynika w odmienny sposób ustosunkowują się do nich w procesach formułowania planów rozwojowych. Mając na uwadze, że prospektywna strukturalizacja

formuł działalności strategicznej w jej konkretnym obszarze jest efektem procesu decyzyjnego opartego o ocenę swoistych dla konkretnej płaszczyzny czynników decyzyjnych, należy stwierdzić, że dążąc do sformułowania planów strategicznych o maksymalnej szansie przyszłej materializacji podmioty zobowiązane są do rozpatrzenia ryzyk cząstkowych odnoszących się do poszczególnych z tych czynników. Płaszczyzna kapitałowa, związana z ustanawianiem reguł doboru docelowo najlepszych zasileń finansowych procesów rozwojowych, wymaga bycia uznaną za płaszczyznę działalności strategicznej o kluczowym znaczeniu dla długookresowo ujętego funkcjonowania przedsiębiorstw, co wynika z konstatacji stanowiącej, że kapitał pieniężny jest fundamentalnym zasileniem procesów rozwojowych jednostki, warunkiem koniecznym zachowania ciągłości jej działalności podstawowej oraz ostateczną formą wyrażenia efektów realizowanych przez nią procesów gospodarowania. Takie podejście implikuje konieczność rozważenia modeli percepcji ryzyka występującego w obszarze poszczególnych czynników decyzyjnych procesów doboru finansowania inwestycji oraz przyjętych, przy uwzględnianiu rozpoznanego ryzyka, charakterystyk tych czynników w ramach konkretnych z przyjętych modeli. W tym kontekście właściwym wydaje się być w pierwszej kolejności rozsądzenie materii perypecji ryzyka w obszarze kwalitatywnych uwarunkowań strategicznych w procesach doboru finansowania inwestycji przedsiębiorstw, gdyż to czynniki incydentalne wyznaczają potencjalne pole decyzji, ewaluując możliwości przedsiębiorstwa w zakresie przyjęcia określonego wariantu decyzyjnego.

5.2 Percepcja ryzyka w obszarze kwalitatywnych uwarunkowań strategicznych doboru zasileń kapitałowych inwestycji podmiotów gospodarczych

Planistyczne formułowanie norm działalności strategicznej stanowi efekt procesu decyzyjnego, którego architekturę tworzą sprzężone kryteria decyzyjne. Z takiej optyki wynika konstatacja stanowiąca, że dobór zasileń finansowych inwestycji przedsiębiorstw jest rezultatem ewaluacji czynników o charakterystyce kwalitatywnej, warunkujących określenie wariantów decyzyjnych zgodnych z możliwościami funkcjonalnymi podmiotu, wyznaczającymi potencjalne pole decyzji, oraz czynników o charakterystyce kwantytatywnej, wartościujących znajdujące się w potencjalnym polu decyzji warianty w oparciu o normy rachunku ekonomicznego i w konsekwencji określające dopuszczalne pole decyzji. Przedstawione podejście pozwala uznać, że materia ryzyka strategicznego

rozsądzana jest w perspektywie zunifikowanego, koncepcyjnie stałego dla przedsiębiorstw o różnej specyfice i wielkości, zestawu czynników decyzyjnych. Należy jednak stwierdzić, że antropomorficzne nacechowanie podmiotów i odmienna architektura ich wnętrza warunkuje różne postrzeganie kwestii agregowanych w obszarze poszczególnych kryteriów, a co za tym idzie różną percepcję ryzyka im towarzyszącego. Takie podejście doprowadza do konkluzji, zgodnie z którą ośrodek decyzyjny wraz ze wzrostem masy majątkowej, wielkości przychodów ze sprzedaży oraz stanu zatrudnienia podmiotu traci przymiot ośrodka postrzegającego ryzyka cząstkowe właściwe konkretnym strategicznym kryteriom decyzyjnym w sposób zindywidualizowany i zbehawioralizowany na rzecz ich percepcji w oparciu o ustalone standardy, docelowo maksymalizujące ekonomicznie wyrażone korzyści dokonywanych wyborów w zakresie wykorzystania konkretnych zasileń kapitałowych inwestycji. Podkreślenia wymaga jednak, że przeformułowanie orientacji ośrodka decyzyjnego w zakresie percepcji ryzyka odbywa się ewolucyjnie, determinując tym samym zasadność poglądu, że rozdział percepcji ryzyk cząstkowych w obszarze poszczególnych kryteriów decyzyjnych oraz ich akceptowalnych charakterystyk nie jest dychotomiczny. Tak więc, o ile podejście zindywidualizowane w zakresie postrzegania ryzyka w obszarze czynników kwalitatywnych procesu wyboru sposobu finansowania stanowi swoistą opozycję względem podejścia *stricte* efektywnościowego, tak w *continnum* ekspansji majątkowo-strukturalnej podmiotów gospodarujących następuje uzupełnienie percepcji zbehwioralizowanej o normy rachunku ekonomicznego oraz zgodne z wektorem wzrostu przypisanie coraz większej wagi czynnikom efektywnościowym, aż do momentu całkowitego wyeliminowania wpływu zbehawioralizowanych sądów decydenta na warunki dokonywanych wyborów. Przedstawione podejście uzasadnia rozpoznanie sposobów percepcji ryzyk cząstkowych w odniesieniu do poszczególnych czynników decyzyjnych doboru finansowania inwestycji podmiotów gospodarczych w ramach modeli percepcji ryzyka, w których decydent jest zorientowany behawioralnie, behawioralno-kwalitatywnie-efektywnościowo, incydentalnie-efektywnościowo lub efektywnościowo. Optyka, zgodnie z którą w procesach strukturalizacji finansowania inwestycji rozsądzane są najpierw kwalitatywne czynniki decyzyjne uzasadnia rozpoznanie w pierwszej kolejności sposobów percepcji ryzyka w odniesieniu właśnie do nich. Sposoby postrzegania ryzyka właściwego poszczególnym strategicznym czynnikom decyzyjnym doboru zasileń kapitałowych inwestycji o nacechowaniu kwalitatywnym w ramach wyróżnionych modeli przedstawia tabela 9.

Czynniki kwalitatywne strategicznych procesów decyzyjnych doboru zasileń kapitałowych inwestycji	**Model indywidualny** (Orientacja behawioralna)	**Model indywidualno-kwantytatywny** (Orientacja behawioralno-kwalitatywno-efektywnościowa)	**Model kwalitatywno-kwantytatywny** (orientacja incydentalnie-efektywnościowa)	**Model kwantytatywny** (Orientacja efektywnościowa)
Zgodność rozważanych formuł z regulatorem legislacyjnym	**Identyfikowane ryzyko:** Brak ustalenia ram legislacyjnych rozważanych rozwiązań.	**Identyfikowane ryzyko:** Niewłaściwe rozumienie i interpretacja przepisów przez decydenta.	**Identyfikowane ryzyko:** Niezastosowanie instrumentów prawnych przynoszących określone korzyści finansowe.	**Identyfikowane ryzyko:** Nierozpoznanie szans i zagrożeń wynikających z przekształceń charakterystyki regulatora legislacyjnego.
Normatywy wykorzystania kapitału w *continuum* rozwojowym	**Identyfikowane ryzyko:** Przerwanie ciągłości endogennych zasileń kapitałowych inwestycji.	**Identyfikowane ryzyko:** Brak spójności między formułami alokacji kapitału w aktywach trwałych w okresach ubiegłych a przyjętą cezurą czasową inwestycji.	**Identyfikowane ryzyko:** Niedostosowanie normatywów wykorzystania kapitału względem antycypowanej zmienności wymogów kapitałowych inwestycji.	**Identyfikowane ryzyko:** Niezdolność do pozyskania kapitału adekwatnego względem wymaganego wolumenu nakładów, terminu jego wykorzystania oraz kryterium efektywnościowego.
Prawidłowości strukturalizacji zasileń kapitałowych	**Identyfikowane ryzyko:** Brak możliwości wygenerowania wymaganego wolumenu nieryzykownego, bezzwrotnego kapitału pieniężnego.	**Identyfikowane ryzyko:** Niezdolność do pozyskania kapitałów obcych umożliwiających realizację inwestycji odpowiadającej wymaganiom rynkowym.	**Identyfikowane ryzyko:** Niezdolność do zachowania krótkookresowej homeostazy finansowej i obniżenia kosztu kapitału.	**Identyfikowane ryzyko:** Nieuzyskanie ekstremum funkcji minimalizacji WACC oraz ekstremum funkcji maksymalizacji ROE.
Konkurencyjność majątku, w którym ma zostać zaalokowany kapitał	**Identyfikowane ryzyko:** Brak wkładu pozyskiwanego majątku w procesy zwiększania wielkości produkcji.	**Identyfikowane ryzyko:** Niezdolność nabywanego majątku do zwiększania produkcji przy utrzymaniu lub poprawie jakości wyrobów.	**Identyfikowane ryzyko:** Niemożność wdrożenia zaawansowanych technicznie środków trwałych, adekwatnych względem rozpoznanego popytu.	**Identyfikowane ryzyko:** Brak generowania przez pozyskany majątek określonej wielkości kwantytatywnie wyrażonych korzyści.

Tabela 9. Modele percepcji ryzyka w obszarze kwalitatywnych uwarunkowań strategicznych doboru zasileń kapitałowych inwestycji

Źródło: opracowanie własne.

Pierwszym z modeli postrzegania ryzyka w obszarze kwalitatywnych uwarunkowań strategicznych doboru finansowania inwestycji przedsiębiorstw stanowi model indywidualny, w którym ośrodek decyzyjny jest zorientowany behawioralnie. Ośrodek decyzyjny zorientowany behawioralnie postrzega ryzyko w obszarze czynnika decyzyjnego związanego z zapewnieniem zgodności formuł finansowania inwestycji z nadrzędnym regulatorem legislacyjnym przez pryzmat hipotetycznie niewłaściwego wyznaczenia ram prawnych projektowanych rozwiązań. Dążąc do jego mitygacji dokonuje zindywidualizowanego rozpoznania kształtu bieżących przepisów w zakresie ustaw generalnych tj. Ustawa o Podatku Dochodowym od Osób Prawnych lub Ustawa o Podatku Dochodowym od Osób Fizycznych czy Ustawa Prawo Przedsiębiorców. Rozpoznanie to nie jest jednak podparte ani orzecznictwem organów administracyjnych, ani orzecznictwem organów skarbowych, i nosi raczej znamiona fragmentarycznego i powierzchownego, niż pogłębionego. W sytuacji wątpliwości w rozumieniu przepisów, z obawy przed uzyskaniem negatywnej interpretacji indywidualnej, nie występuje do właściwych instytucji w celu weryfikacji prawidłowości jego poglądu, ale raczej w oparciu o relacje z innymi przedsiębiorcami dąży do powielenia przyjętych przez nich rozwiązań, bez dostosowania ich względem jego specyficznej sytuacji decyzyjnej. Decydent wpisujący się charakterystyką w ramy modelu indywidualnego percepcji ryzyka nie rozpoznaje zagrożeń braku weryfikacji rozważanych wariantów finansowania procesów rozwojowych przez osoby merytorycznie do tego wyposażone w innym zakresie niż w zakresie norm Ustawy o Rachunkowości, w czym wsparty jest pracownikami odpowiedzialnymi za kwestie ewidencyjno-rozliczeniowe.

Drugie z kwalitatywnych uwarunkowań strategicznych doboru finansowania inwestycji przedsiębiorstw związane jest z formułowaniem adekwatnych względem antycypowanych warunków realizacji procesów rozwojowych normatywów wykorzystania kapitału w ich *continuum*. Ośrodek decyzyjny zorientowany behawioralnie odnosi ryzyko w obszarze rozważanego czynnika decyzyjnego do niezdolności zapewnienia ciągłości zasileń pieniężnych oraz wynikającej z przerwania finansowania hipotetycznej niemożliwości ukończenia procesu inwestycyjnego, co rozumiane jest przez decydenta wyłącznie w kategoriach przyjęcia określonych, kompletnych i zdatnych do użytku aktywów do ewidencji środków trwałych. Dążąc do mitygacji tak rozumianego ryzyka estymuje wielkość dostępnych środków pieniężnych w kolejnych okresach i na tej podstawie, w sposób arbitralny, poparty wyłącznie jego subiektywnym sądem nad zdolnościami pozyskiwania finansowania i terminem

zapewnienia dostępności środków trwałych wyznacza perspektywę czasową ich nabycia. Decydent nie rozpoznaje zagrożeń związanych z nadmiernym wydłużeniem procesu inwestycyjnego i wynikającą ze zbyt długiej cezury czasowej jego realizacji materią zdezaktualizowania założeń biznesowych bowiem z racji awersji do alokacji znacznego wolumenu środków pieniężnych w środkach trwałych preferuje podejmowanie inwestycji mniej kapitałochłonnych i *sensu largo* łatwiejszych do szybkiego ukończenia. Z tego powodu ośrodek decyzyjny wpisujący się charakterystyką w ramy modelu indywidualnego postrzegania ryzyka nie traktuje w kategoriach niebezpieczeństwa dla wzrostu jednostki także możliwej utraty elastyczności na skutek nadmiernego zaangażowania środków pieniężnych. Nie rozpoznaje też zasadności wykorzystania uszczegółowionego harmonogramu rzeczowo-finansowego inwestycji, jako narzędzia systematyzacji zadań inwestycyjnych, określenia ich hierarchii oraz docelowych terminów realizacji.

Trzecim z kwalitatywnych uwarunkowań strategicznych procesu doboru finansowania inwestycji w obszarze, którego rozpatrywane jest ryzyko jest, wyrażane rozsądzeniem materii pochodzenia zasileń kapitałowych, ich charakterystyki oraz proporcji pomiędzy poszczególnymi z nich, kryterium odnoszące się do formułowania prawidłowości strukturalizacji zasileń kapitałowych. Ośrodek decyzyjny postrzegający ryzyko na płaszczyźnie rozważanego kryterium w sposób zbehawioralizowany wiąże je z niezdolnością do pozyskania kapitału pieniężnego o wielkości odpowiadającej indywidualnie wyznaczonej wartości inwestycji oraz spełniającego oczekiwania względem jego bezzwrotnego charakteru. Decydenta, wpisującego się specyfiką w model indywidualny percepcji ryzyka, charakteryzuje awersja wobec zewnętrznych źródeł finansowania, co motywowane jest nikłymi zdolnościami kompensacyjnymi w sytuacji wahań wielkości zysków generowanych przez sferę operacyjną i jednocześnie brakiem rozpoznania korzyści oraz dodatkowych możliwości inwestycyjnych wynikających z zastosowania kapitałów obcych. Takie podejście skłania go do uwzględnienia w strukturze finansowania procesów rozwojowych, co do zasady, wyłącznie kapitałów endogennych. Jako fundament endogennych zasileń kapitałowych nie traktuje, ze względu ich niewielki wolumen, kapitałów zapasowych, powstałych z zysku zatrzymanego z lat ubiegłych, ale raczej odnosi je do bieżących wpływów generowanych z działalności podstawowej. Decydent nie dokonuje pogłębionego, prospektywnego rozpoznania możliwości funkcjonalnych przedsiębiorstwa w tym zakresie, ale szacuje je w oparciu o zindywidualizowaną identyfikację aktualnych warunków rynkowych.

Dostrzegając ryzyko niezdolności prawidłowej estymacji oraz wynikające z niego zagrożenie związane z potencjalnym przerwaniem ciągłości zasileń kapitałowych inwestycji jest skłonny realizować mniejsze pod względem nakładów finansowych oraz *sensu largo* prostsze w realizacji procesy rozwojowe. Ośrodek decyzyjny zorientowany behawioralnie nie rozsądza jednak czy wielkość planowanych nakładów inwestycyjnych umożliwi poprawę jego pozycji konkurencyjnej ani nie rozstrzyga możliwości dokapitalizowania właścicielskiego czy pozyskania nowego udziałowca, skłonnego do finansowej partycypacji w procesie inwestycyjnym.

Ostatnim z kwalitatywnych uwarunkowań strategicznych procesu decyzyjnego związanego z doborem zasileń kapitałowych inwestycji, w obszarze którego rozpoznawane jest ryzyko przez decydenta właściwego dla modelu indywidualnego jego percepcji jest kryterium decyzyjne dotyczące zapewnienia wskutek dokonywanych wyborów adekwatności, kompletności i konkurencyjności majątku oraz jego wkładu w zwiększaniu generowanej wskutek realizacji procesów rozwojowych wartości dodanej. Ośrodek decyzyjny zorientowany behawioralnie w przedmiotowym obszarze jako podstawowe zagrożenie dla wzrostu i ekspansji rynkowej jednostki uznaje subiektywnie identyfikowane, ograniczające moce produkcyjne, wąskie gardła procesu wytwórczego, a co z tego wynika postrzega ryzyko w obszarze rozważanego czynnika decyzyjnego przez pryzmat braku udziału pozyskiwanego majątku w procesach zwiększania wielkości produkcji. Ustalone, przeznaczone do nabycia składniki aktywów mają rozwiązywać problemy przedsiębiorstwa w tym zakresie oraz mają być użytecznymi w procesach podstawowych. Należy jednak stwierdzić, że tak ich specyfika, jak i zgodność z dotychczas posiadanym parkiem maszynowym są wyłącznie pochodną zindywidualizowanego poglądu i wiedzy posiadanej przez właściciela. Ośrodek decyzyjny określa charakterystykę pożądanych składników majątku na podstawie osobistego, często fragmentarycznego, rozpoznania majątku konkurencji oraz stara się poprzez projekcję procesu inwestycyjnego dokonać jego imitacji i nie utracić dotychczasowej pozycji konkurencyjnej. Nie rozsądza jednak ryzyka związanego z nieefektywnym wykorzystaniem majątku, jego niekompatybilnością z ustrukturalizowanymi procesami wewnętrznymi oraz koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów prac dostosowawczych. Jednocześnie nie wyznacza docelowej cezury czasowej zwrotu z zaangażowanego w majątek kapitału uznając, że oczekiwania względem akceptowalnego ryzyka spełnia wariant decyzyjny, w którym nabyte aktywa będą generować dodatkowe jednostki zysku netto. Ośrodek decyzyjny właściwy dla

modelu indywidualnego postrzegania ryzyka uznaje, że aktywa będące przedmiotem inwestycji powinny umożliwiać zachowanie elastyczności, co rozumie w kategoriach zdolności do ich łatwej sprzedaży / zastąpienia w sytuacji generowania przez nie niższych, niż subiektywnie oczekiwane korzyści.

Rozpoznany sposób identyfikacji oraz ewaluacji przez ośrodek decyzyjny ryzyka w obszarze kwalitatywnych uwarunkowań strategicznych doboru finansowania inwestycji pozwala na uznanie, że jego percepcja opiera się na zindywidualizowanych, nie będących popartymi kwantyfikacją przyszłych zjawisk, sądach, ocenach i szacunkach Uzasadnia to, że w modelu indywidualnym percepcji ryzyka nadrzędną rolę w antycypacji stanów osadzonych w perspektywie *ex ante* pełnią subiektywne przekonania osoby decyzyjnej, co właściwe jest dla przedsiębiorstw o mikro masie majątkowo-strukturalnej. Zakres identyfikowanego ryzyka w obszarze kwalitatywnych uwarunkowań strategicznych doboru zasileń kapitałowych inwestycji oraz sposoby jego mitygacji przez decydenta zorientowanego behawioralnie przedstawia tabela 10.

Model indywidualny percepcji ryzyka		
Strategiczne uwarunkowanie decyzyjne	**Identyfikowane ryzyko**	**Sposoby mitygacji ryzyka**
Zgodność rozważanych formuł z regulatorem legislacyjnym	Brak ustalenia ram legislacyjnych rozważanych rozwiązań.	• Zindywidualizowane rozpoznanie kształtu bieżących przepisów ustaw generalnych. • W sytuacji wątpliwości interpretacyjnych konsultacja rozważanych rozwiązań z innymi przedsiębiorcami, z którymi decydent utrzymuje relacje.
Normatywy wykorzystania kapitału w *continnum* rozwojowym	Przerwanie ciągłości endogennych zasileń kapitałowych inwestycji.	• Zsubiektywizowana estymacja wielkości dostępnych środków pieniężnych w kolejnych okresach. • W sytuacji niedoboru kapitału wydłużenie cezury czasowej realizacji inwestycji.
Prawidłowości strukturalizacji zasileń kapitałowych	Brak możliwości wygenerowania wymaganego wolumenu nieryzykownego, bezzwrotnego kapitału pieniężnego.	• Rozpoznanie bieżących warunków rynkowych i odniesienie ich do zdolności generowania kapitału z tytułu prowadzonej działalności podstawowej. • Realizacja mniejszych pod względem wolumenu nakładów inwestycji w celu zachowania krótkookresowej homeostazy finansowej podmiotu.
Konkurencyjność majątku, w którym ma zostać zaalokowany kapitał	Brak wkładu pozyskiwanego majątku w procesy zwiększania wielkości produkcji.	• Rozpoznanie wąskich gardeł produkcji i dostosowanie specyfiki docelowo pozyskanych aktywów względem konieczności rozwiązania ograniczeń w tym zakresie. • Zbehawioralizowane rozpoznanie standardu majątkowego konkurencji i dążenie do jego imitacji.

Tabela 10. Zakres percepcji ryzyka w obszarze uwarunkowań kwalitatywnych oraz sposoby jego mitygacji przez decydenta zorientowanego behawioralnie

Źródło: Opracowanie własne.

Drugim z modeli percepcji ryzyka jest model indywidualno-kwantytatywny, zgodnie z którym ośrodek decyzyjny zorientowany behawioralno-kwalitatywno-efektywnościowo postrzega ryzyko w obszarze pierwszego strategicznego uwarunkowania decyzyjnego doboru finansowania, czyli uwarunkowania związanego z zachowaniem zgodności formuł finansowania inwestycji z regulatorem legislacyjnym, głównie przez pryzmat niewłaściwego rozumienia identyfikowanych przepisów, w obrębie których uważa, że będzie operować. Dostrzegając własne ograniczenia kognitywne i merytoryczne dokonuje rozpoznania stanowisk Dyrektora Krajowej Informacji Skarbowej i/lub linii orzeczniczych Sądów Administracyjnych w zakresie powziętych w procesach zapoznawania się z regulacjami wątpliwości, jednocześnie nie będąc skorym do osobistego wystąpienia o uzyskanie właściwych interpretacji. Decydent nie dostrzega zagrożenia braku transpozycji konkretnych stanowisk organów na stan

przyszły, w którym może znaleźć się jego przedsiębiorstwo. Należy także stwierdzić, że wątpliwości interpretacyjne decydenta odnoszą się głównie do norm ustaw generalnych, a w mniejszym stopniu, choć uznaje także i ich istotność, do ustaw szczegółowych tj. Ustawa o Wspieraniu Nowych Inwestycji, i wynikających z nich specyficznych zagadnień i niejasności. Cechami odróżniającymi decydenta wpisującego się w model indywidualno-kwantytatywny percepcji ryzyka od ośrodka decyzyjnego właściwego modelowi indywidualnemu z jednej strony jest jego dążenie do retrospektywnego rozpoznania ciągu zmienności przepisów, co umożliwiać ma określenie tendencji przekształceń formuł regulatora legislacyjnego. Z drugiej strony odróżnia go skłonność do uzyskiwania porad od doradców w sytuacji braku pewności co do słuszności indywidualnego rozstrzygnięcia niejasności i mitygacji zagrożeń związanych z formułowaniem strategii w obszarze kapitałowym inwestycji.

W obszarze drugiego uwarunkowania decyzyjnego, związanego ze strukturalizacją norm zastosowania kapitału pieniężnego w procesach rozwojowych, ośrodek decyzyjny właściwy dla modelu indywidualno-kwantytatywnego postrzega ryzyko przez pryzmat hipotetycznej niespójności pomiędzy formułami alokacji kapitału wykształconymi w okresach ubiegłych a rozważanym planem inwestycji. Decydent zorientowany behawioralno-kwalitatywno-efektywnościowo dąży do racjonalizacji prognoz co do terminu wymagalności zasileń kapitałowych oraz niezbędnego wolumenu środków pieniężnych na kanwie prawidłowości finansowania działalności strategicznej w okresach ubiegłych, i na tym fundamencie wyznacza horyzont czasowy realizacji projektowanej inwestycji, której zakończenie przestaje być traktowane wyłącznie w kategoriach przyjęcia majątku długoterminowego do ewidencji, ale również w kategoriach zapewnienia funkcjonalnej spójności pomiędzy dotychczas posiadanym substratem majątkowym a substratem nowo pozyskanym. Należy także stwierdzić, że w kontekście prospektywnego rozpoznania zagrożeń procesów zasilania kapitałowego inwestycji oraz jej terminowej materializacji marginalizuje znaczenie potencjalnej, niepożądanej transpozycji przeszłych wahań w obszarze homeostazy wewnętrznych generatorów kapitału pieniężnego na okresy przyszłe, tłumacząc historyczne niesprawności zdarzeniami nadzwyczajnymi, pozostającymi poza zdolnościami samoregulacyjnymi podmiotu, w postaci np. wybuchu wojny w Ukrainie czy nadmiarowym wzrostem cen kluczowych surowców. W tym kontekście nie wyraża jednak skłonności do wykształcenia wewnętrznych mechanizmów kompensacyjnych, pozwalających na uzyskanie docelowego stanu majątkowego przedsiębiorstwa

w ustalonym terminie, a stoi raczej na stanowisku, że jest w stanie uzyskać kapitał na pokrycie ewentualnych niedoborów spoza granic organizacji.

Na płaszczyźnie uwarunkowania decyzyjnego dotyczącego prawidłowości strukturalizacji zasileń kapitałowych decydent zorientowany behawioralno-kwalitatywno-efektywnościowo dostrzega zagrożenia dla zachowania *continnum* wzrostu podmiotu wynikające z niezdolności do pozyskania oraz dalszej alokacji w środkach trwałych takiej wielkości kapitału pieniężnego, która będzie odpowiadała szeroko rozumianym wymogom rynkowym oraz zapotrzebowaniu procesów endogennych. Dostrzegając ograniczenia w wewnętrznych możliwościach generowania zasileń pieniężnych procesów rozwojowych dopuszcza wykorzystanie zewnętrznych, relatywnie nieryzykownych źródeł zasileń kapitałowych, a co za tym idzie wskazuje na orientacyjną, szacowaną indywidualnie na kanwie przeszłych doświadczeń, proporcję wykorzystania kapitałów własnych i obcych w strukturze finansowania inwestycji, jednak co do zasady z dominującym udziałem kapitału własnego. Decydent właściwy dla modelu indywidualno-kwantytatywnego nie dostrzega ryzyka pomnażania utraconych korzyści z tytułu nieustalenia *apriori* oczekiwanego kosztu pozyskiwanego kapitału, niewyznaczenia ścisłej cezury czasowej jego wykorzystania czy nieokreślenia pożądanych warunków zapisów umów z instytucjami go powierzającymi. Co do zasady preferowanym przez decydenta zewnętrznym źródeł finansowania jest kredyt inwestycyjny udzielany przez bank na długi okres, nawet paru lat po dniu zakończenia realizacji inwestycji. Tak długi okres kredytowania jest motywowany przez decydenta dążeniem do ograniczenia reperkusji nadmiarowych obciążeń odsetkowych, które kumulatywnie mogą przekraczać możliwości kompensacyjne podmiotu i dalej chwiać krótkookresową homeostazą finansową jednostki. Należy jednak stwierdzić, że decydent nie rozpoznaje ryzyka nieefektywności wykorzystania środków pieniężnych wynikających z braku zbieżności w czasie pomiędzy terminem wypłat transz kapitału obcego a terminem realizacji poszczególnych zadań inwestycyjnych. Ewentualne rozbieżności pomiędzy zasileniami zewnętrznymi a momentem wymagalności środków pieniężnych w procesach pozyskiwania aktywów jest skłonny kompensować dominującym w strukturze finansowania inwestycji kapitałem własnym, który odnosi do zakumulowanego kapitału zapasowego oraz generowanego w sposób bieżący zysku.

W obszarze ostatniego incydentalnego, strategicznego uwarunkowania decyzyjnego, tj. uwarunkowania dotyczącego zapewnienia konkurencyjności majątku, w którym ma zostać zaalokowany kapitał, decydent właściwy specyfiką dla modelu

indywidualno-kwantytatywnego odnosi ryzyko do hipotetycznej niezdolności nabywanego majątku nie tylko do uczestnictwa w procesach zwiększania wolumenu produkcji, ale także skarcenia czasu trwania procesu wytwórczego oraz poprawy jakości wyrobów, transponowanej na kategorie zwiększenia satysfakcji klienta i zagospodarowania indywidualnie zidentyfikowanego popytu. W tym kontekście rozpoznaje ryzyko możliwego braku poprawy jakości oferowanych produktów i zaspokojenia oczekiwań konsumentów w sposób lepszy, bardziej pełny od innych podmiotów działających na tym samym rynku właściwym. Dążąc do jego mitygacji w sposób zindywidualizowany ustala rynkowy standard majątkowy oraz architekturę procesów endogennych podmiotów konkurencyjnych i odnosząc specyfikę swojego parku maszynowego do parku maszynowego konkurentów dokonuje bezwzględnych porównań własnych wyników finansowych z ich wynikami. Decydent rozważając ryzyka związane z materią efektywności gospodarowania majątkiem dąży, na kanwie *benchmarkingu* w czasie i przestrzeni, do prospektywnej kwantyfikacji potencjalnych dodatkowych korzyści z tytułu nabycia aktywów trwałych. W tym kontekście uwzględnia również antycypowaną zmienność kategorii kosztów bieżących warunkowaną wdrożeniem nowego substratu majątkowego i rozsądza materię jego wpływu na wielkość holistycznie rozumianych obciążeń operacyjnych. Uznaje także istotność uwzględnienia w procesie decyzyjnym ryzyka braku kompatybilności pomiędzy pozyskiwanym majątkiem a zdolnościami kadry w zakresie jego obsługi, a także, ze względu na wzrost kapitałochłonności oraz złożoności procesu rozwojowego, dopuszcza nabycie wyłącznie takich składników majątku, które będą mogły podlegać dalszej modernizacji. Podejście, w którym majątek przestaje być łatwo zastępowalnym w procesie produkcyjnym wywołuje jednak identyfikowane przez decydenta zagrożenie związane z trudnością jego ewentualnej wyprzedaży w sytuacji zmiany warunków gospodarowania. Z tego powodu w projekcji procesów rozwojowych uznaje za kluczowe rozsądzenie zgodności rozważanych do nabycia środków trwałych z długoterminowo ujętym modelem biznesowym przedsiębiorstwa.

Przedstawione podejście decydenta w zakresie percepcji ryzyka umożliwia stwierdzenie, że fundamentem identyfikacji zagrożeń działalności rozwojowej nie są wyłącznie jego zbehawioralizowane szacunki co do stanów przyszłych, ale także doświadczenia okresów ubiegłych oraz rejestrowane bieżące warunki gospodarowania. Decydent wpisujący się charakterystyką w ramy modelu indywidualno-kwantytatywnego percepcji ryzyka dąży do poparcia prognoz zdarzeniami lat przeszłych i na tej podstawie

transponuje kwantytatywnie wyrażone konsekwencje podejmowanych wyborów na stany przyszłe. Wskazuje to na stopniowe wdrożenie w procesy ewaluacji ryzyka występującego w rozważanych wariantach decyzyjnych kategorii efektywnościowych, co właściwe jest dla przedsiębiorstw o małej masie majątkowo-strukturalnej. Zakres identyfikowanego ryzyka w obszarze kwalitatywnych uwarunkowań strategicznych doboru zasileń kapitałowych inwestycji oraz sposoby jego mitygacji przez decydenta zorientowanego behawioralno-kwalitatywno-efektywnościowo przedstawia tabela 11.

Model indywidualno-kwantytatywny percepcji ryzyka		
Strategiczne uwarunkowanie decyzyjne	**Identyfikowane ryzyko**	**Sposoby mitygacji ryzyka**
Zgodność rozważanych formuł z regulatorem legislacyjnym	Niewłaściwe rozumienie i interpretacja przepisów przez decydenta.	• Rozpoznanie stanowisk Dyrektora Krajowej Informacji Skarbowej i/lub linii orzeczniczych Sądów Administracyjnych. • Uzyskanie porad od doradców w sytuacji niepewności co do słuszności indywidualnego rozstrzygnięcia niejasności interpretacyjnych.
Normatywy wykorzystania kapitału w *continnum* rozwojowym	Brak spójności pomiędzy formułami alokacji kapitału w aktywach trwałych w okresach ubiegłych a przyjętą cezurą czasową inwestycji.	• Określenie horyzontu czasowego realizacji inwestycji w oparciu o doświadczenia okresów ubiegłych. • Kompensacja rozbieżności między terminem wymagalności środków pieniężnych a wypłaceniem transz kredytu zakumulowanym kapitałem zapasowym.
Prawidłowości strukturalizacji zasileń kapitałowych	Niezdolność do pozyskania kapitałów obcych umożliwiających realizację inwestycji odpowiadającej wymaganiom rynkowym.	• Wykorzystanie relatywnie nieryzykownego kapitału obcego, najczęściej w formie kredytu inwestycyjnego udzielonego na długi okres. • Pokrycie ewentualnych niedoborów uniemożliwiających zakończenie realizacji inwestycji kapitałem pozyskanym spoza granic instytucjonalnych jednostki.
Konkurencyjność majątku, w którym ma zostać zaalokowany kapitał	Niezdolność nabywanego majątku do zwiększenia produkcji przy utrzymaniu lub poprawie jakości wyrobów.	• Zindywidualizowane rozpoznanie rynkowego standardu majątkowego oraz architektury procesów endogennych podmiotów konkurencyjnych. • Kwantyfikacja i rozsądzenie korzyści z tytułu nabycia konkretnych składników majątku w oparciu o *benchmarking* w czasie i w przestrzeni.

Tabela 11. Zakres percepcji ryzyka w obszarze uwarunkowań kwalitatywnych oraz sposoby jego mitygacji przez decydenta zorientowanego behawioralno-kwalitatywno-efektywnościowo

Źródło: Opracowanie własne.

Trzecim z modeli postrzegania ryzyka w obszarze kwalitatywnych uwarunkowań

strategicznych doboru finansowania inwestycji jest model kwalitatywno-kwantytatywny. Ośrodek decyzyjny właściwy specyfiką dla tego modelu traktuje ryzyko występujące w *spectrum* pierwszego z czynników decyzyjnych, tj. kryterium zapewnienia zgodności rozważanych formuł z regulatorem legislacyjnym jako potencjalne niezastosowanie w działalności rozwojowej jednostki umocowanych prawnie rozwiązań przynoszących określone, kwantyfikowalne korzyści. W obszarze kwantyfikacji korzyści decydent zorientowany incydentalnie-efektywnościowo dokonuje pogłębionego rozpoznania kształtu regulacji w oparciu o ukształtowane linie orzecznicze odpowiednich organów, wsparcie podmiotów prowadzących działalność consultingową oraz doświadczenia innych, pozostających w bliskich relacjach, przedsiębiorstw, i na tym fundamencie dąży do ograniczenia ryzyka nieprawidłowej ewaluacji konsekwencji wyboru wariantu decyzyjnego, co wybrzmiewa np. w odniesieniu do płaszczyzny niewłaściwego rozsądzenia zalet i wad przystąpienia do Polskiej Strefy Inwestycji poprzez uzyskanie decyzji o wsparciu *a contrario* do sytuacji, w której w procesie inwestycyjnym zdecydowałby się na uzyskanie dotacji ze środków Unii Europejskiej lub na przyjęcie formy opodatkowania w postaci ryczałtu od dochodów spółek. Jednakże pomimo rozpoznania ryzyk w obszarze konkretnych wariantów decyzyjnych, np. w zakresie nadzoru organów skarbowych nad rozliczaniem zwolnienia z podatku dochodowego z tytułu dochodów uzyskanych z konkretnego źródła przychodów, nie formułuje endogennych narzędzi prospektywnej mitygacji identyfikowanych zagrożeń wynikających z przyjętych rozwiązań, niejako bagatelizując kwestię potencjalnej konieczności polemiki z regulatorem legislacyjnym. Jedynym zabezpieczeniem, które jest rozważane przez decydenta jest hipotetyczne wystąpienie o interpretację indywidualną, jednak co do zasady nie jest formułowana alternatywa w sytuacji uzyskania negatywnej.

W obszarze czynnika decyzyjnego związanego ze strukturalizacją normatywów wykorzystania kapitału w *continnum* rozwojowym decydent właściwy dla modelu kwalitatywno-kwantytatywnego percepcji ryzyka odnosi je do hipotetycznego niedostosowania formuł wykorzystania kapitału nie tyle względem ustrukturalizowanych w przeszłości norm, ale względem prospektywnie rozpoznanych warunków brzegowych realizacji inwestycji i wynikających z nich zagrożeń dla terminowego zakończenia procesu inwestycyjnego, co rozumie przez rozpoczęcie produkcji w oparciu o nowo pozyskane składniki majątku. Tym samym, o ile uznaje istotność uwzględnienia historycznych formuł alokacji kapitału pieniężnego w środkach trwałych, o tyle ciężar

wyznaczenia wielkości zapotrzebowania kapitałowego oraz cezury czasowej wykorzystania środków pieniężnych kładziony jest na antycypację charakterystyk regulatorów zewnętrznych i ich wpływu na realizację inwestycji. Dążąc do ograniczenia przyszłych zagrożeń zachowania wewnętrznej spójności funkcyjnej procesu rozwojowego dokonuje uszczegółowienia harmonogramu rzeczowo-finansowego inwestycji oraz przypisuje ryzyka cząstkowe do zadań inwestycyjnych, co np. w kontekście posadowienia budynków produkcyjnych egzemplifikowane jest rozpoznaniem horyzontu czasowego uzyskania zgód środowiskowych, bądź budowlanych czy odbiorem tych budynków przez właściwe instytucje tj. Państwowa Inspekcja Sanitarna czy Straż Pożarna, oraz określeniem wielkości nakładów finansowych, które są niezbędne do poniesienia na spełnienie warunków ich uzyskania. Ośrodek decyzyjny właściwy dla modelu kwalitatywno-kwantytatywnego percepcji ryzyka, oprócz dookreślenia wymaganego do przeprowadzenia inwestycji wolumenu kapitału pieniężnego, dokonuje także kwantyfikacji przyszłych efektów procesów rozwojowych wartościując konsekwencje materializacji zagrożeń powodujących ewentualne przesunięcia terminu realizacji inwestycji dla jej rachunku ekonomicznego.

W zakresie trzeciego z kwalitatywnych kryteriów decyzyjnych procesu doboru finansowania inwestycji, tj. kryterium decyzyjnego dotyczącego prawidłowości strukturalizacji zasileń kapitałowych, decydent zorientowany incydentalnie-efektywnościowo identyfikuje ryzyko jako potencjalną niezdolność pogodzenia realizacji funkcji cząstkowych utrzymania krótkookresowej równowagi finansowej podmiotu oraz obniżenia średnioważonego kosztu angażowanego do zasilenia projektowanych procesów rozwojowych kapitału. Dążąc do jego ograniczenia dookreśla proporcję wykorzystania kapitału własnego i obcego w procesach rozwojowych, doprecyzowuje warunki kredytowania lub pozyskiwania innego rodzaju finansowania zewnętrznego, tj. leasing finansowy, rozważa specyfikę poszczególnych z nich oraz ograniczeń w możliwościach ich pozyskiwania, np. w postaci trudności administracyjnych, jak to ma miejsce w *spectrum* dotacji, oraz uwzględnia średnioważony koszt środków pieniężnych przeznaczonych do alokacji w środkach trwałych. Decydent zorientowany incydentalnie-efektywnościowo, choć uznaje za istotne rozsądzenie materii kwantyfikowalnie wyrażonych, potencjalnych reperkusji związanych z hipotetycznym nieobniżeniem kosztu kapitału w działalności rozwojowej, nie traktuje jako warunku koniecznego dla pozytywnej ewaluacji rozważanego wariantu decyzyjnego realizacji funkcji jego minimalizacji. Ryzyko nieobniżenia kosztu kapitału relatywizuje bowiem względem

niezdolności do zachowania oczekiwanego poziomu płynności, czyli pożądanej redukcji odchylenia homeostatycznego *in plus* poprzez zamianę nadmiarowego kapitału własnego na składniki długoterminowego majątku rzeczowego. Należy jednak stwierdzić, że priorytetyzacja zachowania kategorii dotyczących płynności nie powoduje marginalizacji przez decydenta materii kształtowania kosztu kapitału. Dostrzegając ryzyko i w tym względzie nie jest skłonny do pozyskiwania zewnętrznych źródeł finansowania *ad hoc*, upatrując osadzone w nich niebezpieczeństwo nadmiernego wzrostu obciążeń odsetkowych. Co za tym idzie, pomimo, że uznaje samoregulacyjnie wykształcone reguły strukturalizacji zasileń kapitałowych inwestycji okresów ubiegłych jako znaczące, przymiot nadrzędności w procesach dokonywania wyborów w przedmiotowym zakresie nadaje antycypacji warunków przyszłych zarówno w odniesieniu do sprawności funkcjonalnej sfery operacyjnej, jak i przekształceń szeroko rozumianego nacechowania generatorów zewnętrznych zasileń kapitałowych.

W odróżnieniu od decydenta właściwego dla modelu indywidualno-kwantytatywnego postrzegania ryzyka decydent zorientowany incydentalnie-efektywnościowo rozpoznaje w obszarze ostatniego uwarunkowania strategicznego, przyjmującego postać uwarunkowania dotyczącego konkurencyjności majątku, w którym ma zostać zaalokowany kapitał, ryzyko hipotetycznej niedostępności majątku, który będzie nosił znamiona specyficznego, trudnego do powielenia przez konkurencję i umożliwiającego poprawę pozycji konkurencyjnej jednostki, wyrażaną nie tylko wzrostem wartości zysku, ale również zwiększeniem udziału przedsiębiorstwa w rynku właściwym. Odnosząc tak rozumiane ryzyko do potencjalnej niezdolności do wytworzenia we własnym zakresie kompletnych i zdatnych do użytku nowatorskich środków trwałych oraz niemożliwości objęcia prawem wyłączności użycia pozyskiwanych spoza granic instytucjonalnych jednostki składników majątku ośrodek decyzyjny uznaje za istotne przeprowadzenie rozbudowanych badań marketingowych pozwalających na projekcję wewnętrznego standardu majątkowego, z jednej strony adekwatnego względem charakterystyki identyfikowanego popytu, z drugiej przewyższającego specyfiką rozwiązania powszechnie dostępne na rynku. W tym kontekście jako narzędzie ograniczania ryzyka uznaje addycję do pozyskiwanych składników majątku długoterminowego efektów własnych prac twórczych, co dalej stanowić ma o ich trudnej w imitacji charakterystyce. Należy jednak stwierdzić, że w przedmiotowym zakresie dostrzega ryzyko poniesienia nadmiarowych kosztów prac badawczo-rozwojowych względem efektów dostarczonych przez te prace, a co za tym

idzie obawia się, że pozyskany majątek nie tylko nie będzie przewyższać poziomem zaawansowania technologicznego majątku konkurencji, ale ostatecznie na jego nabycie i ewentualne zmodernizowanie poniesione zostaną większe nakłady inwestycyjne, niż to konieczne dla uzyskania określonych efektów. Decydent wpisujący się w model kwalitatywno-kwantytatywny percepcji ryzyka choć nie traktuje w kategoriach potencjalnego niebezpieczeństwa działalności strategicznej zachwiania, na skutek konieczności realizacji procesów adaptacyjnych, operacyjną sprawnością działania jednostki to uznaje za konieczne zaprojektowanie takiej architektury łańcuchów logistycznych, która umożliwi zachowanie ciągłości odpowiednich dla nabytych aktywów zasileń energomaterialnych.

Na podstawie rozpoznanego sposobu postrzegania ryzyka przez decydenta zorientowanego incydentalnie-efektywnościowo należy uznać, że kryterium ewaluacji ryzyka występującego w wariantach przyszłego postępowania jest dążenie do prospektywnie ujętej, opartej o antycypację przekształceń warunków brzegowych procesów rozwojowych, kwantyfikacji skutków dokonywanych wyborów oraz odniesienie hipotetycznych, dostarczonych na skutek przyjętych rozwiązań, korzyści do ewentualnych reperkusji, które rozwiązania te mogą generować. Tym samym, decydent właściwy dla modelu incydentalnie-kwantytatywnego wyznacza poziom pieniężnie wyrażonych korzyści, które określony wariant powinien dostarczyć. Będąc jednak świadomym ograniczoności endogennych mechanizmów kompensacyjnych nie priorytetyzuje, wyrażanej osiągnięciem ekstremum funkcji optymalizacyjnej, premii za dodatkowe ryzyko, co właściwe jest dla przedsiębiorstw o średniej masie majątkowo-strukturalnej. Zakres identyfikowanego ryzyka w obszarze kwalitatywnych uwarunkowań strategicznych doboru zasileń kapitałowych inwestycji oraz sposoby jego mitygacji przez decydenta zorientowanego incydentalno-efektywnościowo przedstawia tabela 12.

Model kwalitatywno-kwantytatywny percepcji ryzyka		
Strategiczne uwarunkowanie decyzyjne	**Identyfikowane ryzyko**	**Sposoby mitygacji ryzyka**
Zgodność rozważanych formuł z regulatorem legislacyjnym	Niezastosowanie instrumentów prawnych przynoszących określone korzyści finansowe.	• Pogłębione rozpoznanie kształtu regulacji w oparciu o ukształtowane linie orzecznicze. • Pozyskanie zabezpieczającej rozważane rozwiązania wiążącej interpretacji indywidualnej Dyrektora Krajowej Informacji Skarbowej.
Normatywy wykorzystania kapitału w *continnum* rozwojowym	Niedostosowanie normatywów wykorzystania kapitału względem antycypowanej zmienności wymogów kapitałowych inwestycji.	• Sporządzenie uszczegółowionego harmonogramu rzeczowo-finansowego procesu rozwojowego oraz określenie ciągu zadań inwestycyjnych. • Kwantyfikacja reperkusji wynikających z materializacji prospektywnie rozpoznanych zagrożeń przesunięcia terminów realizacji przedsięwzięcia.
Prawidłowości strukturalizacji zasileń kapitałowych	Niezdolność do zachowania krótkookresowej homeostazy finansowej i obniżenia kosztu kapitału.	• Dookreślenie proporcji wykorzystania kapitału własnego oraz kapitału obcego. • Doprecyzowanie specyfiki, warunków, terminów spłaty oraz ograniczeń pozyskania poszczególnych, zewnętrznych zasileń kapitałowych.
Konkurencyjność majątku, w którym ma zostać zaalokowany kapitał	Niemożność wdrożenia zaawansowanych technicznie środków trwałych, adekwatnych względem rozpoznanego popytu.	• Przeprowadzenie rozbudowanych badań marketingowych pozwalających na projekcję adekwatnego względem rozpoznanego popytu wewnętrznego standardu majątkowego. • Addycja efektów własnych prac twórczych do pozyskiwanych spoza granic jednostki aktywów.

Tabela 12. Zakres percepcji ryzyka w obszarze uwarunkowań kwalitatywnych oraz sposoby jego mitygacji przez decydenta zorientowanego incydentalno-efektywnościowo

Źródło: Opracowanie własne.

Ostatnim z modeli percepcji ryzyka w obszarze kwalitatywnych uwarunkowań strategicznych doboru finansowania inwestycji jest model kwantytatywny, w którym ośrodek decyzyjny jest zorientowany efektywnościowo. W obszarze pierwszego strategicznego czynnika decyzyjnego, tj. czynnika dotyczącego zapewnienia zgodności formuł doboru finansowania z nadrzędnym regulatorem legislacyjnym, ośrodek decyzyjny zorientowany efektywnościowo odnosi ryzyko do niedokonania wyboru wariantu decyzyjnego dostarczającego maksymalne, kwantyfikowalne korzyści. Jest skłonny do podejmowania niegwarantujących braku polemiki z instytucjami państwowymi decyzji wyborów w sytuacji, gdy prospektywnie rozpoznaje potencjał uzyskania dodatkowej premii pieniężnej z tytułu przyjęcia konkretnych rozwiązań. Identyfikacji szans powodzenia materializacji rozważanego wariantu decyzyjnego

dokonuje przy wsparciu rozbudowanych, endogennych działów prawnych i/lub renomowanych doradców. Jednocześnie jest skłonny do zabezpieczania się przed zagrożeniami nie tylko w sposób egzogenny, uzyskując potwierdzenia słuszności swojego poglądu od określonych organów i przez powzięcie opinii prawnych kancelarii zewnętrznych, ale także przez formułowanie wewnętrznych narzędzi ograniczania ryzyka w postaci np. *defence files,* będących dokumentami umożliwiającymi obronę swojego stanowiska w toku czynności sprawdzających orangów np. skarbowych. Jednocześnie, ośrodek decyzyjny zorientowany efektywnościowo, choć jest świadomy siły inercji podmiotu względem przekształceń zewnętrznych warunków gospodarowania, to hipotetyczne zmiany przepisów postrzega przez pryzmat zagrożenia dla osiągnięcia ekstremum funkcji maksymalizacji efektywności jego działalności rozwojowej, bowiem uznaje, że z niezdolności do antycypacyjnej rejestracji przekształceń regulacji wynika brak możliwości wykształcenia narzędzi mitygacji potencjalnych reperkusji finansowych, tak jak ma to miejsce w materii związanej z globalnym podatkiem minimalnym (tzw. *Pillar II)* i w jego kontekście kwestią uzyskiwania ulg i zwolnień podatkowych.

W obszarze uwarunkowania decyzyjnego dotyczącego określenia normatywów wykorzystania kapitału w czasie, będącego drugim z kwalitatywnych strategicznych uwarunkowań doboru finansowania inwestycji, ośrodek decyzyjny ewaluujący ryzyko w oparciu o kategorie efektywnościowe odnosi je do niezdolności pogodzenia funkcji trafnego, uwzględniającego możliwe, przyszłe wahania cen aktywów oraz zmiany *sensu largo* warunków rynkowych, wyznaczenia wielkości inwestycji, prawidłowego określenia horyzontu czasowego jej realizacji oraz zdolności do terminowego pozyskania kapitału o akceptowalnym koszcie. Dla ograniczenia tak rozumianego ryzyka decydent uzupełnia harmonogram inwestycji o określenie wynikowego ciągu jej etapów oraz przypisanie im nie tylko właściwych ryzyk cząstkowych, ale także dostosowanie względem wymogów kapitałowych poszczególnych z tych etapów konkretnych zasileń pieniężnych spełniających nadrzędne kryterium efektywnościowe. W celu zabezpieczenia jednostki przed potencjalnym nieosiągnięciem pożądanej relacji efektów do poniesionych w procesie inwestycyjnym nakładów decydent uznaje za istotne zapewnienie pluralizmu zasileń kapitałowych, gwarantujących nie tylko terminowe pozyskanie pożądanych aktywów, ale także zachowanie zarówno krótkookresowej homeostazy finansowej, wyrażanej osiągnięciem oczekiwanego poziomu płynności, jak i równowagi długookresowej, związanej z maksymalizacją rentowności inwestycji.

W obszarze czynnika decyzyjnego dotyczącego formułowania normatywów wykorzystania kapitału w *continnum* rozwojowym rozpoznaje także ryzyko ponoszenia dodatkowych nakładów finansowych z tytułu niekompatybilności pozyskiwanego w procesach rozwojowych parku maszynowego względem dotychczas posiadanego majątku. Zagrożenia w tym aspekcie odnosi do potencjalnego spadku produktywności aktywów i obniżenia poziomu krótkoterminowych efektów gospodarowania, powodowanych np. przestojami produkcji czy koniecznością realizacji prac dostosowawczych. W celu ich ograniczenia przeprowadza studia wykonalności inwestycji, proaktywnie dostosowując specyfikę pozyskiwanych składników majątku względem projektowanych procesów sfery realnej.

Decydent zorientowany efektywnościowo w obszarze trzeciego z kryteriów decyzyjnych, tj. kryterium dotyczącego prawidłowości strukturalizacji finansowania inwestycji, postrzega ryzyko przez pryzmat niewygenerowania maksymalnych korzyści pieniężnych, odnosząc je do niezdolności symultanicznej realizacji funkcji maksymalizacji rentowności kapitału własnego oraz funkcji minimalizacji średnioważonego kosztu kapitału angażowanego do zasilenia procesu rozwojowego. Jest świadomy, że hipotetyczne nieosiągnięcie ekstremum wskazanych funkcji wynika z potencjalnego braku zaangażowania do finansowania procesów rozwojowych dostatecznie dużej wielkości względem prognozowanej, przyszłej sprawności sfery operacyjnej środków pieniężnych pochodzenia obcego i niewystarczającego wykorzystania, docelowo podnoszącego efektywność gospodarowania kapitałami własnymi, mechanizmu dźwigni finansowej. Należy natomiast stwierdzić, że w tym kontekście decydent wpisujący się charakterystyką w model kwantytatywny percepcji ryzyka rozpoznaje także zagrożenia związane z alokacją w środkach trwałych zbyt małej wielkości własnych środków pieniężnych i przez to z nieosiągnięciem, optymalnego względem specyfiki jego działalności, poziomu płynności finansowej. Jako narzędzie mitygacji ryzyka braku redukcji odchyleń homeostatycznych *in plus* w zakresie płynności finansowej jest gotowy alokować nadmiarowy kapitał własny w instrumentach rynku kapitałowego, bądź w innych przedsiębiorstwach i nabywając ich udziały maksymalizować efektywność gospodarowania posiadanymi środkami pieniężnymi. Ośrodek decyzyjny zorientowany efektywnościowo nie obawia się ani braku możliwości terminowego pozyskania kapitału zewnętrznego o pożądanej wielkości względem ustalonego, ściśle doprecyzowanego na fundamencie prospektywnych badań marketingowych zapotrzebowania kapitałowego inwestycji, ani braku możliwości

uzyskania obcych środków pieniężnych o pożądanym koszcie, bowiem z jednej strony funkcjonując w ramach grup kapitałowych udzielane pomiędzy powiązanymi podmiotami pożyczki wpisują się, co do zasady, w szerzej zakrojoną strategię rynkową i są podporządkowane harmonogramowi rzeczowo-finansowemu spółki realizującej konkretny projekt inwestycyjny, z drugiej otwarte w przeszłości linie kredytowe, dobry *standing* finansowy oraz obecność na rynku kapitałowym uprawdopodabniają zdolności do zaciągnięcia w przyszłości zobowiązań o oczekiwanym oprocentowaniu.

Ośrodek decyzyjny zorientowany efektywnościowo postrzega ryzyko na płaszczyźnie, będącego ostatnim z kwalitatywnych uwarunkowań decyzyjnych, uwarunkowania strategicznego związanego z zapewnieniem konkurencyjności majątku, w którym ma zostać zaalokowany kapitał dwutorowo – w ujęciu krótkookresowym, jako potencjalne zakłócenie na skutek realizacji procesów inwestycyjnych, szeroko rozumianej sprawności operacyjnej jednostki, w ujęciu długoterminowym natomiast, jako nieuzyskanie oczekiwanej, docelowo maksymalnej efektywności gospodarowania majątkiem trwałym. Dążąc do ograniczenia tak rozumianego ryzyka dąży do pozyskania i/lub wytworzenia we własnym zakresie majątku noszącego znamiona innowacyjnego, do którego inne jednostki nie będą miały dostępu, który to majątek będzie umożliwiać dostarczenie oferty produktowej o wysokiej wartości użytkowej dla konsumenta oraz będzie w pełni kompatybilny z dotychczas posiadanym parkiem maszynowym i architekturą ustrukturalizowanych procesów endogennych. Decydent uznaje za zagrożenie dotyczące możliwego obniżania efektywności wykorzystania aktywów trwałych konieczność realizacji kosztownych prac dostosowawczo-wdrożeniowych i w celu jego mitygacji przeprowadza pogłębione studia wykonalności inwestycji, mapuje procesy wewnętrzne oraz dokonuje kwantyfikacji nie tylko kosztów wynikających z ceny nabycia aktywów, ale także innych, hipotetycznie powstałych w procesie inwestycyjnym, w formie np. kosztów transakcyjnych, kosztów wynikających z konieczności zwiększenia stanu zatrudnienia czy kosztów realizacji prac modernizacyjnych dotyczących infrastruktury tworzącej ciąg technologiczny z pozyskiwanym parkiem maszynowym. Na takiej podstawie, uwzględniając dodatkowo potencjalne, rozpoznane na fundamencie analiz marketingowych, zmiany w charakterystyce i wielkości popytu, dokonuje prospektywnej kwantyfikacji oczekiwanych korzyści pieniężnych, które inwestycja powinna dostarczyć w ściśle ustalonym terminie, by uzasadnione było stwierdzenie, że przyczyniła się do wzrostu konkurencyjności podmiotu. Takie podejście pozwala uznać, że decydent zorientowany

efektywnościowo nie upatruje ryzyka dotyczącego konkurencyjności majątku wyłącznie w braku jego partycypacji w procesach zwiększania nominalnej wielkości zysku czy udziału podmiotu w rynku, ale także w pogorszeniu wewnątrzorganizacyjnej sprawności działania, w niezadowalającym skróceniu czasu trwania cyklu operacyjnego oraz w nieosiągnięciu oczekiwanej rentowności majątku.

Rozpoznanie sposobu postrzegania ryzyka właściwego modelowi kwantytatywnemu pozwala na stwierdzenie, że decydent zorientowany efektywnościowo odnosi je do hipotetycznego nieosiągnięcia ekstremum funkcji optymalizacyjnej, a co za tym idzie jest skłonny do dokonywania wyborów, które choć zwiększać będą hipotetyczne reperkusje finansowe, to jednocześnie umożliwiać będą wygenerowanie największych pieniężnie wyrażonych efektów. Będąc świadomym ewentualnych ujemnych konsekwencji wariantów decyzyjnych projektuje, zarówno na bazie doświadczeń okresów ubiegłych, ale przede wszystkim wykształconych zdolności antycypacyjnych, złożone mechanizmy kompensacyjne, umożliwiające osiągnięcie w projektowanym procesie rozwojowym wartości największych, w odniesieniu do kategorii przychodowych, i najmniejszych, w odniesieniu do kategorii kosztowych. Podejście efektywnościowe charakteryzuje duże przedsiębiorstwa. Zakres identyfikowanego ryzyka w obszarze kwalitatywnych uwarunkowań strategicznych doboru zasileń kapitałowych inwestycji oraz sposoby jego mitygacji przez decydenta zorientowanego efektywnościowo przedstawia tabela 13.

Model kwantytatywny percepcji ryzyka		
Strategiczne uwarunkowanie decyzyjne	**Identyfikowane ryzyko**	**Sposoby mitygacji ryzyka**
Zgodność rozważanych formuł z regulatorem legislacyjnym	Nierozpoznanie szans i zagrożeń wynikających z przekształceń charakterystyki regulatora legislacyjnego.	• Wykorzystanie w procesie decyzyjnym wsparcia merytorycznego rozbudowanych działów prawnych i/lub zewnętrznych doradców. • Sformułowanie wewnętrznych i zewnętrznych narzędzi obrony swojego stanowiska na wypadek czynności sprawdzających.
Normatywy wykorzystania kapitału w *continnum* rozwojowym	Niezdolność do pozyskania kapitału adekwatnego względem wymaganego wolumenu nakładów, terminu jego wykorzystania oraz kryterium efektywnościowego.	• Określenie wynikowego ciągu etapów inwestycji oraz przypisanie im ryzyk cząstkowych. • Zapewnienie pluralizmu zasileń kapitałowych procesu rozwojowego.
Prawidłowości strukturalizacji zasileń kapitałowych	Nieuzyskanie ekstremum funkcji minimalizacji *WACC* oraz ekstremum funkcji maksymalizacji *ROE*.	• Poszukiwanie alternatywnych sposobów wykorzystania zakumulowanego kapitału własnego. • Współpraca w procesach zasilania inwestycji pomiędzy podmiotami powiązanymi w ramach grup kapitałowych.
Konkurencyjność majątku, w którym ma zostać zaalokowany kapitał	Brak generowania przez pozyskany majątek określonej wielkości kwantytatywnie wyrażonych korzyści.	• Pozyskanie innowacyjnego, trudnego do imitacji przez konkurentów majątku długoterminowego. • Realizacja badań weryfikujących zgodność nowo nabywanych aktywów z posiadanym substratem majątkowym.

Tabela 13. Zakres percepcji ryzyka w obszarze uwarunkowań kwalitatywnych oraz sposoby jego mitygacji przez decydenta zorientowanego efektywnościowo

Źródło: Opracowanie własne.

Przedstawione rozpoznanie sposobów percepcji ryzyka w obszarze kwalitatywnych uwarunkowań strategicznych doboru zasileń kapitałowych inwestycji przedsiębiorstw uzasadnia stwierdzenie, że w ramach poszczególnych modeli postrzegania ryzyka jest ono identyfikowane, interpretowane oraz ewaluowane w innym zakresie i w oparciu o inne standardy. Wynika z tego, że różnie postrzegane są zarówno możliwości funkcjonalne podmiotu, jak i osadzone w perspektywie *ex ante* szanse i zagrożenia, oraz wynikające z ich rozsądzenia potencjalne pole decyzji w obszarze sposobu finansowania rozwoju podmiotu. Stwarza to podstawę konstatacji, zgodnie z którą w zależności od orientacji ośrodka decyzyjnego przymiot akceptowalnego ryzyka jest nadawany wariantom decyzyjnym o różnych, potencjalnych konsekwencjach dla

działalności strategicznej przedsiębiorstwa. Takie podejście skłania jednocześnie do przypuszczenia, że podobnie jak w różny sposób jednostki o różnej masie majątkowo-strukturalnej postrzegają ryzyko w obszarze kryteriów kwalitatywnych procesu decyzyjnego, tak w różny sposób jest ono postrzegane w obszarze kryteriów o nacechowaniu kwantytatywnym, efektywnościowym, wśród których wyróżnić należy uwarunkowania strategiczne odnoszące się do średnioważonego kosztu angażowanego do zasilenia procesu rozwojowego kapitału, materii związanej z efektywnością wykorzystania kapitału własnego oraz aktywów długoterminowych będących przedmiotem inwestycji, a także z kształtowaniem przepływów pieniężnych w ramach prowadzonej przez jednostkę działalności. Przedstawiona optyka nakazuje więc dalsze rozważenie sposobów percepcji ryzyka w obszarze, wyznaczających dopuszczalne pole decyzji, kwantytatywnych uwarunkowań strategicznych doboru finansowania inwestycji przedsiębiorstw.

5.3 Percepcja ryzyka w obszarze kwantytatywnych uwarunkowań strategicznych doboru zasileń kapitałowych inwestycji podmiotów gospodarczych

Warianty decyzyjne spełniające oczekiwania ośrodka decyzyjnego w obszarze kwalitatywnych uwarunkowań strategicznych doboru zasileń kapitałowych inwestycji podlegają dalszej ocenie w obszarze uwarunkowań efektywnościowych. Uzasadnia to konstatację, zgodnie z którą, podobnie jak w odniesieniu do strategicznych uwarunkowań natury incydentalnej, tak również w odniesieniu do zunifikowanej architektury strategicznych uwarunkowań o charakterystyce kwantytatywnej, decydenci wpisujący się w ramy konkretnych modeli percepcji ryzyka rozpoznają przyszłe szanse i zagrożenia działalności strategicznej w różny, właściwy dla nich, specyficzny i zgodny z ich orientacją ewaluacji prospektywnej zmienności warunków gospodarowania, sposób. Przedmiotowa konstatacja implikuje stwierdzenie, że w zakresie poszczególnych modeli postrzegania ryzyka właściwego płaszczyźnie kapitałowej strukturalizacji procesów rozwojowych inaczej rozpatrywane są potencjalne, pieniężnie wyrażone konsekwencje dokonywanych wyborów, czynniki destabilizujące rozważaną ścieżkę kwantytatywnego wzrostu organizacji w czasie oraz akceptowalne charakterystyki efektywnościowe działalności strategicznej wywoływane przez rozsądzane warianty decyzyjne. Co za tym idzie, zasadną jest optyka zgodnie z którą, tak jak różnie, w zależności od przyjętego modelu percepcji ryzyka, postrzegane są ryzyka cząstkowe właściwe strategicznym

uwarunkowaniom kwalitatywnym i inaczej wyznaczany jest katalog wariantów decyzyjnych należących do potencjalnego pola decyzji, tak w odmienny sposób wyznaczany jest, w oparciu o ewaluację uwarunkowań efektywnościowych, katalog decyzji dopuszczalnych. Stwarza to podstawę rozważenia zakresu i sposobu rozpoznawania oraz ewaluacji ryzyka doboru zasileń kapitałowych inwestycji w *spectrum* kryteriów strategicznych o nacechowaniu efektywnościowym w ramach modelu indywidualnego, indywidualno-kwantytatywnego, kwalitatywno-kwantytatywnego oraz kwantytatywnego jego percepcji. Sposoby percepcji ryzyka w obszarze kwantytatywnych strategicznych uwarunkowań doboru zasileń kapitałowych inwestycji przez decydenta właściwego wyróżnionym modelom przedstawia tabela 14.

Czynniki kwantytatywne strategicznych procesów decyzyjnych doboru zasileń kapitałowych inwestycji.	**Model indywidualny** (Orientacja behawioralna)	**Model indywidualno-kwantytatywny** (Orientacja behawioralno-kwalitatywno-efektywnościowa)	**Model kwalitatywno-kwantytatywny** (orientacja incydentalnie-efektywnościowa)	**Model kwantytatywny** (Orientacja efektywnościowa)
Minimalizacja średnioważonego kosztu kapitału (WACC)	**Identyfikowane ryzyko:** Niezdolność do zapewnienia ciągłości finansowania inwestycji nieryzykownym, bezzwrotnym kapitałem.	**Identyfikowane ryzyko:** Brak zaangażowania do finansowania inwestycji tańszych, względnie nieryzykownych kapitałów.	**Identyfikowane ryzyko:** Niezdolność pogodzenia symultanicznej realizacji funkcji redukcji WACC i obniżenia nadpłynności podmiotu.	**Identyfikowane ryzyko:** Brak minimalizacji średnioważonego kosztu kapitału angażowanego do zasilenia procesu inwestycyjnego.
Maksymalizacja rentowności kapitału własnego (ROE)	**Identyfikowane ryzyko:** Nieosiągnięcie zwrotu z zaangażowanego do zasilenia inwestycji kapitału własnego.	**Identyfikowane ryzyko:** Nieosiągnięcie rentowności kapitału własnego o wartości nie niższej, niż w okresach ubiegłych.	**Identyfikowane ryzyko:** Brak redukcji nadpłynności na skutek zaangażowania zbyt małego wolumenu własnych środków pieniężnych.	**Identyfikowane ryzyko:** Nieosiągnięcie maksymalnej wartości ROE w przyjętej cezurze czasowej.
Maksymalizacja rentowności nabywanych aktywów (ROA)	**Identyfikowane ryzyko:** Brak użyteczności pozyskiwanego majątku trwałego w procesach podstawowych.	**Identyfikowane ryzyko:** Brak dostarczenia oczekiwanej wartości dodanej przez aktywa będące przedmiotem inwestycji.	**Identyfikowane ryzyko:** Niezachowanie ciągłości wzrostu rentowności aktywów trwałych w czasie.	**Identyfikowane ryzyko:** Brak osiągnięcia maksymalnej efektywności wykorzystania aktywów trwałych w ustalonym horyzoncie czasowym.
Maksymalizacja dodatnich przepływów pieniężnych netto	**Identyfikowane ryzyko:** Nieosiągnięcie nominalnie wyrażonej nadwyżki wpływów nad arbitralnie wyznaczonymi nakładami finansowymi.	**Identyfikowane ryzyko:** Niewygenerowanie przepływów pieniężnych pozwalających na pokrycie zobowiązań bieżących i zachowanie ciągłości akumulacji finansowej.	**Identyfikowane ryzyko:** Brak maksymalizacji wpływów pieniężnych przy utrzymaniu względnie stałej wielkości wydatków w obszarze działalności operacyjnej.	**Identyfikowane ryzyko:** Brak ukształtowania najkorzystniejszych przepływów pieniężnych w ramach poszczególnych rodzajów prowadzonej działalności.

Tabela 14. Modele percepcji ryzyka w obszarze kwantytatywnych uwarunkowań strategicznych doboru zasileń kapitałowych inwestycji

Źródło: Opracowanie własne.

W ramach modelu indywidualnego percepcji ryzyka decydent postrzega ryzyko występujące w obszarze pierwszego z kwantytatywnych uwarunkowań strategicznych doboru zasileń kapitałowych inwestycji, tj. kryterium decyzyjnego odnoszącego się do minimalizacji średnioważonego kosztu angażowanego do finansowania procesu rozwojowego kapitału, nie przez pryzmat utraconych, pieniężnie wyrażonych korzyści z tytułu zastosowania kapitałów o wyższym koszcie, ale raczej przez pryzmat niezdolności do zapewnienia ciągłości finansowania nieryzykownymi, bezzwrotnymi środkami pieniężnymi. Marginalizacja znaczenia ryzyka wzrostu kosztu kapitału powodowana jest z jednej strony brakiem wyposażenia merytorycznego decydenta do ścisłego, uwzględniającego koszt kapitału własnego, wyznaczenia *WACC* rozważanego montażu finansowego. Z drugiej strony wynika ze zbehawioralizowanej awersji osoby decyzyjnej wobec zewnętrznych zasileń pieniężnych. Nie traktuje ich ona bowiem jako zasileń stwarzających możliwości inwestycyjne wykraczające poza zdolności samofinansowania oraz jako narzędzia obniżenia podstawy opodatkowania czy wygenerowania dodatkowych korzyści na skutek wykorzystania mechanizmu dźwigni finansowej, ale jako zagrożenie związane z możliwym, nadmiarowym wzrostem obciążeń odsetkowych, które hipotetycznie destabilizować będą krótkookresową homeostazę finansową przedsiębiorstwa. Dodatkowo, brak kwantyfikacji potencjalnych obciążeń odsetkowych motywowany jest zsubiektywizowanym przekonaniem, że ze względu na relatywnie słaby *standing* finansowy podmiotu wachlarz dostępnych, zewnętrznych generatorów kapitału jest ograniczony i wykracza poza zdolności jednostki w zakresie ich pozyskania. Należy jednocześnie zaznaczyć, że ośrodek decyzyjny zorientowany behawioralnie arbitralnie określa przyszłą sprawność sfery operacyjnej i w konsekwencji estymacji przyszłej zmienności cen docelowo pozyskanych aktywów trwałych wyznacza adekwatny względem rozpoznanych prospektywnie możliwości finansowania wewnętrznego zakres rzeczowy projektu. Nie uwzględnia jednak przy tym ryzyka hipotetycznego przeszacowania zdolności do generowania, podlegającego dalszej reinwestycji, zysku, a co z tego wynika, pomimo braku zakumulowania odpowiedniej wielkości kapitału zapasowego na pokrycie ewentualnych roszczeń kontrahentów nie wskazuje alternatywnych zasileń pieniężnych projektu oraz nie identyfikuje ich kosztu.

W obszarze strategicznego uwarunkowania decyzyjnego związanego z maksymalizacją efektywności alokacji w środkach trwałych kapitału własnego decydent zorientowany behawioralnie postrzega ryzyko w kategoriach nieosiągnięcia zwrotu z zaangażowanych do zasilenia projektu rozwojowego środków pieniężnych.

Należy w tym kontekście stwierdzić, że ośrodek decyzyjny nie kwantyfikuje oczekiwanego *ROE* i, co za tym idzie, nie rozpatruje w kategoriach niebezpieczeństwa hipotetycznego osiągnięcia niższej od docelowej rentowności zastosowanych do finansowania inwestycji własnych środków pieniężnych. Jako akceptowalne ryzyko rozważanego wariantu decyzyjnego traktuje natomiast zachowanie ciągłości generowania nominalnie wyrażonego, zgodnego ze zbehawioralizowanymi oczekiwaniami zysku w kolejnych okresach działalności przedsiębiorstwa. Nie dokonuje jednak przy tym antycypacyjnego rozważenia korzyści efektywnościowych z tytułu zaangażowania w proces inwestycyjny dodatkowych, ponad arbitralnie określony dopuszczalny wolumen, jednostek kapitału własnego. W sytuacji, w której rozsądza pomiędzy reinwestycją zakumulowanych, nadmiarowych środków pieniężnych, a zachowaniem ich zapasu bardziej skłonny jest pozostawić nadwyżkę kapitału w kasie i na rachunkach bankowych, niż zwiększyć hipotetyczne korzyści efektywnościowe z tytułu konwersji tej nadwyżki na wpisujące się w architekturę procesów podstawowych środki trwałe. Priorytetyzuje bowiem utrzymanie subiektywnie rozpatrywanej stabilności finansowej jednostki ponad potencjalną, dodatkową premię pieniężną wygenerowaną z tytułu użycia posiadanego kapitału. Decydent właściwy dla modelu indywidualnego percepcji ryzyka jako narzędzie generowania pożądanego zwrotu z zastosowanego kapitału traktuje wyłącznie adekwatne względem rozpoznanych szans rynkowych funkcjonowanie mechanizmów działalności podstawowej, a nie optymalizację kosztową wyrażaną minimalizacją kosztów operacyjnych i dostosowaniem poziomu obciążeń odsetkowych do potencjalnych, antycypacyjnie zidentyfikowanych zysków. Należy przy tym uznać, że ze względu na awersję do wykorzystania zewnętrznych zasileń kapitałowych i preferencję do samofinansowania przedsięwzięć rozwojowych nie uznaje efektu dźwigni finansowej za narzędzie wzrostu efektywności gospodarowania własnymi środkami pieniężnymi.

Trzecim z kwantytatywnych uwarunkowań strategicznych doboru zasileń kapitałowych inwestycji, w zakresie którego decydent właściwy dla modelu indywidualnego rozpoznaje ryzyko jest uwarunkowanie odnoszące się do maksymalizacji efektywności wykorzystania pozyskiwanych środków trwałych. Decydent zorientowany behawioralnie nie wyznacza docelowej wartości *ROA* substratu majątkowego będącego przedmiotem projektu oraz cezury czasowej, w której wartość ta powinna zostać osiągnięta, ale raczej rozpatruje ryzyko w obszarze rozważanego kryterium decyzyjnego przez pryzmat niezasadności nabycia majątku wyrażanej brakiem jego intuicyjnie

rozumianej użyteczności w procesach podstawowych. W tym kontekście prospektywne określenie dodatkowych korzyści pieniężnych wygenerowanych z tytułu pozyskania konkretnych środków trwałych następuje na podstawie zindywidualizowanego, opartego o wiedzę ekspercką w zakresie specyfiki procesu wytwórczego, sądu decydenta. Co do zasady nie uznaje on jednak za istotne, by pozyskiwany park maszynowy stanowił podwalinę dywersyfikacji źródeł przychodów, ale raczej traktuje go jako narzędzie zwiększenia skali dotychczasowej produkcji. Jednocześnie nie rozpoznaje ryzyka odnoszącego się do obniżenia rentowności majątku wynikającego z niekompatybilności nowych środków trwałych względem architektury posiadanego parku maszynowego oraz nie rozważa w kontekście efektywnościowym ryzyka niezbędnych do poniesienia nakładów na przeprowadzenie prac dostosowawczych. Podejście takie motywuje możliwością łatwego i sprawnego przeformułowania względnie prostych procesów podstawowych oraz uznaje, że ostatecznie ich ewentualna reprojekcja nie będzie ani wpływać ujemnie na generowany wynik finansowy, ani na zsubiektywizowanie rozumianą produktywność aktywów. Należy przy tym stwierdzić, że decydent zorientowany behawioralnie nie rozpoznaje ryzyka hipotetycznej niezdolności zapewnienia zasileń energomaterialnych czy merytorycznych niezbędnych do wykorzystania pełnych mocy produkcyjnych pozyskiwanych środków trwałych, a co za tym idzie nie odnosi się do potencjalnych, wyrażonych pieniężnie reperkusji powodowanych możliwą, niepożądaną fluktuacją obciążeń operacyjnych związanych z jego obsługą. Zgodnie z jego optyką, w kontekście rentowności majątku, fundamentem nie jest ograniczenie nieefektywności kosztowych, ale zapewnienie eliminacji wąskich gardeł realizowanej produkcji.

Ostatnim z kwantytatywnych uwarunkowań strategicznych procesu decyzyjnego związanego z doborem zasileń kapitałowych inwestycji, w ramach którego rozpoznawane jest przez decydenta właściwego dla modelu indywidualnego ryzyko, jest kryterium decyzyjne odnoszące się do maksymalizacji dodatnich przepływów pieniężnych netto. W zakresie przedmiotowego kryterium decydent zorientowany behawioralnie traktuje ryzyko w kategoriach nieosiągnięcia nominalnie wyrażonej nadwyżki wpływów nad arbitralnie wyznaczonymi, niezbędnymi do poniesienia w celu realizacji projektu inwestycyjnego, nakładami. Nie rozpoznaje jednak w tym kontekście zagrożeń odnoszących się do niewłaściwego kształtowania przepływów pieniężnych w ramach poszczególnych rodzajów działalności przedsiębiorstwa, ale jego uwaga koncertuje się raczej na możliwym ograniczeniu kosztów oraz ustawicznym zwiększaniu przychodów

z tytułu realizowanej produkcji. Należy przy tym zaznaczyć, że ośrodek decyzyjny wyłącznie intuicyjnie postrzega różnicę pomiędzy kształtowaniem przychodów i kosztów oraz wpływów i wydatków, co przy uwzględnieniu jego skłonności do samofinansowania procesów rozwojowych stwarza podstawę do stwierdzenia, że marginalizuje znaczenie ryzyka luki płynności, w konsekwencji nie antycypując wynikających z tego hipotetycznych reperkusji dla zachowania ciągłości i terminowości realizacji inwestycji oraz utrzymania płynności podmiotu. Marginalizację ryzyka luki płynności potwierdza brak określenia docelowej rotacji zapasów, należności i zobowiązań oraz nierozpoznanie zasadności wykształcenia w *continnum* procesów rozwojowych innych mechanizmów umożliwiających redukcję możliwego odchylenia *in minus* w zakresie płynności, niż mechanizmów działalności podstawowej. Ośrodek decyzyjny uznaje bowiem, że z jednej strony subiektywnie wyznaczony wolumen projektu rozwojowego jest adekwatny względem antycypacyjnie zidentyfikowanych możliwości sfery operacyjnej, z której wpływy mają docelowo nie tylko umożliwić pokrycie wydatków inwestycyjnych, ale także obsługę bieżących zobowiązań i innych obciążeń operacyjnych, z drugiej natomiast, że ze względu na pozytywne relacje z kontrahentami nie zostanie przerwana ciągłość zasileń kapitałowych. Należy przy tym podkreślić, że ewaluacja opłacalności inwestycji jest wyłącznie jego subiektywnym poglądem na przyszłą zmienność warunków gospodarowania, w tym zmienność wymaganych do ukończenia projektu nakładów inwestycyjnych, a kwantytatywnie wyrażona wewnętrzna stopa zwrotu z inwestycji oraz wpływająca na opłacalność projektu zmiana wartości pieniądza w czasie są pomijane w procesie planowania działalności strategicznej.

Dokonana identyfikacja sposobu postrzegania ryzyka występującego w obszarze kwantytatywnych uwarunkowań strategicznych doboru zasileń kapitałowych inwestycji w ramach modelu indywidualnego jego percepcji stwarza podstawę do stwierdzenia, że antycypacyjna ewaluacja hipotetycznych, pieniężnie wyrażonych konsekwencji dokonywanych wyborów oparta jest o zsubiektywizowany pogląd decydenta, oraz że docelowa efektywność gospodarowania w procesach rozwojowych nie jest podporządkowana maksymalizacji korzyści pieniężnych, ale raczej relatywizacji tych korzyści względem utrzymania stabilności finansowej jednostki. Takie podejście skłania do uznania, że przedstawiony zakres oraz optyka recepcji ryzyka jest właściwa dla podmiotów o niewykształconych mechanizmach kompensacyjnych, posiadających nikłe zdolności kreowania nowych źródeł przychodów i ograniczone możliwości samofinansowania, oraz w których preferencje osoby decyzyjnej pełnią rolę nadrzędną

w procesie decyzyjnym, a więc dla jednostek o mikro masie majątkowo-strukturalnej. Zakres identyfikowanego ryzyka w obszarze kwantytatywnych uwarunkowań strategicznych doboru zasileń kapitałowych inwestycji oraz sposoby jego mitygacji przez decydenta zorientowanego behawioralnie przedstawia tabela 15.

Model indywidualny percepcji ryzyka		
Strategiczne uwarunkowanie decyzyjne	**Identyfikowane ryzyko**	**Sposoby mitygacji ryzyka**
Minimalizacja *WACC*	Niezdolność do zapewnienia ciągłości finansowania inwestycji nieryzykownym, bezzwrotnym kapitałem.	• Arbitralne wyznaczenie możliwości generowania zasileń kapitałowych z tytułu realizacji działalności podstawowej. • Dostosowanie wielkości inwestycji względem rozpoznanych możliwości samofinansowania.
Maksymalizacja *ROE*	Nieosiągnięcie zwrotu z zaangażowanego do zasilenia inwestycji kapitału własnego.	• Subiektywne rozważenie zasadności zastosowania kapitału w kontekście zdolności generowania dodatkowych jednostek zysku przez docelowo pozyskany majątek. • Zapewnienie adekwatnego funkcjonowania mechanizmów działalności podstawowej względem rozpoznanych szans rynkowych.
Maksymalizacja *ROA*	Brak użyteczności pozyskiwanego majątku trwałego w procesach podstawowych.	• Nabycie majątku zgodnego względem specyfiki działalności podstawowej oraz indywidualnie identyfikowanych potrzeb rynkowych. • Dopuszczenie przeformułowania procesów operacyjnych względem charakterystyki nowopozyskiwanych aktywów.
Maksymalizacja dodatnich przepływów pieniężnych netto	Nieosiągnięcie nominalnie wyrażonej nadwyżki wpływów nad arbitralnie wyznaczonymi nakładami finansowymi.	• Ograniczanie szeroko rozumianych kosztów projektu oraz zwiększanie wolumenu produkcji. • Utrzymanie korzystnych relacji z kontrahentami w celu zachowania ciągłości zasileń kapitałowych.

Tabela 15. Zakres percepcji ryzyka w obszarze uwarunkowań kwantytatywnych oraz sposoby jego mitygacji przez decydenta zorientowanego behawioralnie

Źródło: Opracowanie własne.

Drugim z modeli percepcji ryzyka jest model indywidualno-kwantytatywny, w ramach którego decydent postrzega ryzyko w obszarze strategicznego uwarunkowania decyzyjnego odnoszącego się do minimalizacji średnioważonego kosztu angażowanego do zasilenia procesu rozwojowego kapitału przez pryzmat niezastosowania do sfinansowania inwestycji relatywnie tańszych, względnie nieryzykownych, środków pieniężnych. Decydent zorientowany behawioralno-kwalitatywno-efektywnościowo wykorzystanie obcych źródeł zasileń kapitałowych motywuje przekonaniem, że

stwarzają one możliwości zrealizowania inwestycji przekraczające zdolności samofinansowania jednostki. Co za tym idzie, choć nie nadaje priorytetu osiągnięcia ekstremum funkcji minimalizacji *WACC* to uznaje zasadność dokonania prospektywnej kwantyfikacji kosztu poszczególnych, zewnętrznych źródeł zasileń kapitałowych projektu, rozważając, które z nich zapewnia możliwie najmniejsze obciążenia odsetkowe oraz najkorzystniejszy względem antycypacyjnie rozpoznanej, szeroko rozumianej sytuacji finansowej podmiotu harmonogram spłat rat kapitałowych. Ośrodek decyzyjny zorientowany behawioralno-kwalitatywno-efektywnościowo rozpoznaje zagrożenia związane z niezdolnością do obsługi długu w sytuacji zaangażowania wielu zewnętrznych źródeł zasileń kapitałowych i z tego względu preferuje dwuskładnikowy montaż finansowy procesu rozwojowego, tj. wykorzystujący zakumulowany kapitał własny oraz jedno źródło zewnętrznych zasileń pieniężnych, przyjmujące co do zasady postać kredytu inwestycyjnego. Jednocześnie, choć wzrasta jego świadomość w zakresie obniżenia podstawy opodatkowania na skutek wzrostu obciążeń odsetkowych to pomija kwestię hipotetycznych reperkusji efektywnościowych wynikających z nieosiągnięcia określonego poziomu dźwigni finansowej. Decydent właściwy dla modelu indywidualno-kwantytatywnego percepcji ryzyka rozpoznaje natomiast konsekwencje niepożądanego, wynikającego ze zmienności charakterystyki regulatorów egzogennych, wzrostu obciążeń odsetkowych i ze względu na zbehawioralizowany pogląd na wynikające z fluktuacji kosztów finansowych niebezpieczeństwo dla stabilności i ciągłości rozwoju jednostki jest skłonny w większym zakresie zaangażować do zasilenia projektu inwestycyjnego zakumulowane środki własne, niż dodatkowe, potencjalnie bardziej obniżające *WACC*, jednostki kapitału obcego.

W obszarze uwarunkowania strategicznego związanego z maksymalizacją rentowności kapitału własnego decydent wpisujący się w ramy modelu indywidualno-kwantytatywnego postrzega ryzyko jako hipotetyczne nieosiągnięcie na skutek realizacji inwestycji efektywności gospodarowania kapitałami własnymi odpowiadającej efektywności okresów ubiegłych. Tym samym zasadność zastosowania zakumulowanych środków pieniężnych do zasilenia procesu inwestycyjnego rozważa przez pryzmat efektów, których ich konwersja na środki trwałe powinna dostarczyć. Należy przy tym zaznaczyć, że choć w celu zrealizowania inwestycji rzeczowych przekraczających wolumenem wymaganych nakładów zdolności finansowania endogennego ośrodek decyzyjny jest skłonny wykorzystać także zewnętrzne zasilenia pieniężne to nie traktuje ich jako narzędzia podniesienia wartości *ROE*. Nie rozpoznaje

bowiem hipotetycznego wpływu uzupełnienia montażu finansowego projektu o kapitały pochodzenia egzogennego na charakterystyki efektywnościowe angażowanych do zasilenia inwestycji, posiadanych środków pieniężnych. Ryzyko nieosiągnięcia wyznaczonej na kanwie przeszłych doświadczeń, pożądanej efektywności zastosowanego do zasilenia procesu inwestycyjnego kapitału własnego, rozważa przede wszystkim w kontekście niezdolności do generowania oczekiwanego zysku z tytułu realizacji ubogaconych o nowy substrat majątkowy procesów podstawowych. W tym kontekście decydent rozpoznaje ryzyko niewłaściwego kształtowania kosztów operacyjnych i w celu jego mitygacji dąży do sytuacji, w której w kolejnych okresach dynamika generowanych przychodów z działalności podstawowej będzie niemniejsza od dynamiki kosztów bieżących. Nie wskazuje jednak źródeł niekorzystnych odchyleń w tym zakresie oraz nie identyfikuje sposobów ich redukcji. Nie określa również przeznaczenia generowanych zysków, tj. czy będą podlegać dalszej reinwestycji, a co za tym idzie nie rozpoznaje potencjalnych problemów efektywnościowych warunkowanych postępującą akumulacją finansową. Jednocześnie, ośrodek decyzyjny właściwy dla modelu indywidualno-kwantytatywnego percepcji ryzyka, nie rozpatruje zewnętrznych zasileń kapitałowych w kategoriach czynnika ograniczającego możliwość redukcji odchylenia *in plus* w obszarze płynności, a co za tym idzie hamującego wzrost *ROE*, bowiem uważa, że nadpłynność podmiotu ma nikłe szanse nastąpić w ustalonej perspektywie czasowej, oraz, że stanem pożądanym jest zachowanie gwarantującego stabilność jednostki buforu finansowego, nawet jeśli ograniczy on wzrost efektywności gospodarowania posiadanym kapitałem.

W obszarze trzeciego kwantytatywnego uwarunkowania strategicznego doboru zasileń kapitałowych inwestycji, tj. uwarunkowania odnoszącego się do maksymalizacji rentowności nabywanych aktywów, decydent zorientowany behawioralno-kwalitatywno-efektywnościowo rozpoznaje ryzyko, jako potencjalne niedostarczenie przez nabywany substrat majątkowy, wyznaczonej na podstawie doświadczeń *ex post,* oczekiwanej wartości dodanej. W tym kontekście jako fundamentalne zagrożenie identyfikuje możliwy brak usprawnienia procesów podstawowych na skutek implementacji nowych środków trwałych. Co z tego wynika, ryzyko nie jest przez ośrodek decyzyjny rozumiane wyłącznie w kategoriach niezdolności zwiększenia wolumenu produkcji, ale także w kategoriach braku poprawy sprawności gospodarowania w ramach procesów podstawowych, wyrażanej m.in. niedostatecznym skróceniem czasu trwania cyklu produkcyjnego czy niewystarczającą, niosącą konsekwencje efektywnościowe,

automatyzacją produkcji. Jednocześnie w kategoriach zagrożenia dla osiągnięcia określonej wartości *ROA* decydent rozpoznaje czynniki powodujące niespójność pomiędzy dotychczas posiadanymi, a nowo pozyskiwanymi aktywami trwałymi, wśród których wskazuje przede wszystkim brak właściwych do ich obsługi kompetencji kadry, dezaktualizację ustrukturalizowanych procesów wewnątrzorganizacyjnych czy nieadekwatność charakterystyki nowego majątku względem charakterystyki dotychczas użytkowanego parku maszynowego. Konieczność realizacji ewentualnych prac modernizacyjno-dostosowawczych wlicza w rachunek efektywności będących przedmiotem inwestycji aktywów, podobnie jak uwzględnia w nim ryzyko nieoczekiwanej zmienności kosztów prowadzenia działań operacyjnych. Należy jednakże stwierdzić, że w obszarze konieczności realizacji napraw, bieżącego serwisu, bądź potencjalnie krótszej od okresu amortyzacji rzeczywistej przydatności majątku zagrożenia identyfikuje w sposób zbehawioralizowany, na kanwie własnych przekonań wobec przyszłego stanu technicznego majątku. Jednocześnie nie uwzględnia w procesach planistycznej strukturalizacji działalności rozwojowej ryzyka hipotetycznej konieczności przeformułowania norm strategii rynkowej i dostosowania funkcjonowania parku maszynowego względem jej założeń, a co z tego wynika nie rozpatruje w kategoriach zagrożenia ewentualnego obniżenia rentowności środków trwałych w sytuacji zmiany oczekiwań regulatorów egzogennych.

Na płaszczyźnie strategicznego kwantytatywnego kryterium decyzyjnego odnoszącego się do maksymalizacji dodatnich przepływów pieniężnych netto ośrodek decyzyjny o orientacji behawioralno-kwalitatywno-efektywnościowej postrzega ryzyko przez pryzmat niewygenerowania nadwyżki pieniężnej pozwalającej na pokrycie zobowiązań i zachowanie ciągłości akumulacji finansowej. Decydent właściwy dla modelu indywidualno-kwantytatywnego percepcji ryzyka dokonuje koncepcyjnego podziału działalności przedsiębiorstwa na działalność operacyjną, inwestycyjną oraz finansową i rozpoznaje zagrożenia niewłaściwego kształtowania strumieni pieniężnych w ramach poszczególnych z nich. Przedmiotowe zagrożenia traktuje jako hipotetycznie nadmiarowy, wynikający z konieczności spłaty zaciągniętych w celu realizacji inwestycji zobowiązań, wzrost ujemnych przepływów finansowych z działalności finansowej oraz poniesienie nieadekwatnego względem zdolności funkcjonalnych sfery operacyjnej wolumenu wydatków w ramach projektowanej działalności inwestycyjnej. Jednocześnie dokonuje rozpoznania wpływu kształtowania holistycznie postrzeganych wpływów i wydatków przedsiębiorstwa na materię jego stabilności finansowej wyrażanej

zachowaniem krótkookresowej zdolności płatniczej. Optykę taką potwierdza fakt rozważenia problematyki luki płynności, bowiem rozróżniając zasadę memoriałową oraz zasadę kasową ewidencji operacji gospodarczych dostrzega niebezpieczeństwa związane z możliwym niedostosowaniem terminów ściągania należności oraz spłacania zobowiązań i wynikającym z tego niedoborem kapitału, stanowiącego z jednej strony fundament zachowania ciągłości działalności operacyjnej, z drugiej podstawowe zasilenie procesu inwestycyjnego. Tym samym, dostrzega zagrożenia finalizacji projektu rozwojowego w sytuacji przestojów płatniczych i dążąc do ich mitygacji planuje dokonać dywersyfikacji portfela kontrahentów w ramach ustalonych, eksploatowanych źródeł przychodów. Podkreślenia wymaga jednak, że przyszłe zdolności generowania wpływów w ramach procesów podstawowych ustala na fundamencie rozpoznania retrospektywnego, a nie na podstawie antycypacyjnych badań marketingowych. Tak samo, antycypacji nie dokonuje w obszarze potencjalnie niekorzystnej zmienności bieżącej wartości przyszłych przepływów pieniężnych czy wartości dodanej generowanej na skutek realizacji inwestycji. Wymaga natomiast zaznaczenia, że rozważając zaangażowanie do zasilenia procesu rozwojowego kapitału obcego określa jego pożądany koszt, odnosząc go do prognozowanej stopy zwrotu z inwestycji, jak i konsekwencji dla zachowania ciągłości oraz oczekiwanego tempa akumulacji finansowej.

Przeprowadzona identyfikacja sposobu percepcji ryzyka na płaszczyźnie strategicznych uwarunkowań kwantytatywnych doboru zasileń kapitałowych przez decydenta wpisującego się w ramy modelu indywidualno-kwantytatywnego umożliwia uznanie, że dopuszczalne charakterystyki efektywnościowe rozważanych wariantów decyzyjnych choć muszą odpowiadać zarówno przeszłym zdolnościom jednostki w zakresie generowania pieniężnie wyrażonych korzyści, jak i oczekiwaniom regulatorów rynkowych to jednocześnie powinny gwarantować stabilność finansową podmiotu. Rozpoznana specyfika postrzegania ryzyka jest właściwa dla jednostek, które w procesach poprawy konkurencyjności dostrzegają zasadność realizacji projektów rozwojowych przekraczających wolumenem wymaganych nakładów zdolności samofinansowania, utrzymania określonej efektywności gospodarowania kapitałami własnymi i aktywami trwałymi oraz zachowania buforu kapitałowego gwarantującego możliwość kompensacji ewentualnych odchyleń *in minus* w obszarze krótkookresowej homeostazy finansowej, a więc dla podmiotów o małej masie majątkowo-strukturalnej. Zakres identyfikowanego ryzyka w obszarze kwantytatywnych uwarunkowań strategicznych doboru zasileń kapitałowych inwestycji oraz sposoby jego mitygacji przez

decydenta zorientowanego behawioralno-kwalitatywno-efektywnościowo przedstawia tabela 16.

Model indywidualno-kwantytatywny percepcji ryzyka		
Strategiczne uwarunkowanie decyzyjne	**Identyfikowane ryzyko**	**Sposoby mitygacji ryzyka**
Minimalizacja *WACC*	Brak zaangażowania do finansowania inwestycji tańszych, względnie nieryzykownych kapitałów.	• Dokonanie kwantyfikacji kosztu poszczególnych, zewnętrznych źródeł zasileń kapitałowych projektu. • Rozpoznanie konsekwencji niezdolności obsługi długu wynikającej z nadmiernego zadłużenia kapitału własnego i/lub ze zmiany charakterystyki regulatorów egzogennych.
Maksymalizacja *ROE*	Nieosiągnięcie rentowności kapitału własnego o wartości nie niższej niż w okresach ubiegłych.	• Rozważenie zasadności alokacji kapitału własnego w aktywach trwałych przez pryzmat efektów, których ta alokacja może dostarczyć • Zapewnienie przewyższenia dynamiki kosztów operacyjnych przez dynamikę przychodów ze sprzedaży.
Maksymalizacja *ROA*	Brak dostarczenia oczekiwanej wartości dodanej przez aktywa będące przedmiotem inwestycji.	• Nabycie aktywów pozwalających nie tylko na zwiększenie wolumenu produkcji, ale także na poprawę sprawności gospodarowania w ramach procesów operacyjnych. • Uwzględnienie hipotetycznej konieczności realizacji prac modernizacyjno-dostosowawczych w rachunku efektywności aktywów.
Maksymalizacja dodatnich przepływów pieniężnych netto	Niewygenerowanie przepływów pieniężnych pozwalających na pokrycie zobowiązań bieżących i zachowanie ciągłości akumulacji finansowej.	• Dostosowanie terminów ściągania należności i spłacania zobowiązań. • Dywersyfikacja portfela kontrahentów w celu zapobiegnięcia przestojom płatniczym.

Tabela 16. Zakres percepcji ryzyka w obszarze uwarunkowań kwantytatywnych oraz sposoby jego mitygacji przez decydenta zorientowanego behawioralno-kwalitatywno-efektywnościowo

Źródło: Opracowanie własne.

Kolejnym z modeli percepcji ryzyka jest model kwalitatywno-kwantytatywny, w ramach którego decydent postrzega ryzyko w zakresie strategicznego, kwantytatywnego kryterium decyzyjnego dotyczącego minimalizacji średnioważonego kosztu planowanego do zastosowania w procesie rozwojowym kapitału przez pryzmat niezdolności symultanicznej realizacji funkcji obniżenia *WACC* oraz redukcji nadpłynności przedsiębiorstwa. Ośrodek decyzyjny zorientowany incydentalnie-

efektywnościowo w rozważanym kontekście nie traktuje w kategoriach zagrożenia dla stabilności jednostki zaangażowania do finansowania projektu znacznego wolumenu zewnętrznych zasileń kapitałowych, często przyjmujących inną formę, niż kredyt inwestycyjny, a np. postać leasingu finansowego czy pożyczki leasingowej. Uznaje bowiem, że wielkość zgromadzonego kapitału własnego zapewnia zdolność do obsługi zadłużenia nawet w sytuacji turbulencji generowania wpływów z działalności operacyjnej. Decydent właściwy dla modelu kwalitatywno-kwantytatywnego rozpoznaje natomiast zagrożenia efektywnościowe związane z niedostosowaniem wielkości zastosowanego kapitału obcego względem oczekiwań wobec wolumenu korzyści pieniężnych generowanych z tytułu wykorzystania mechanizmu dźwigni finansowej oraz tarczy podatkowej. Wskazać jednocześnie należy, że wyznaczenie odpowiedniej wielkości obciążeń finansowych i określenie możliwości ich przyszłych wahań nie jest wyłącznie pochodną doświadczeń *ex post,* ale przede wszystkim analiz *ex ante,* gdyż decydent o orientacji incydentalno-efektywnościowej traktuje odpowiednie kształtowanie kosztów odsetkowych, jako fundamentalny, obok amortyzacji, instrument obniżania podstawy opodatkowania i dąży do antycypacji zagrożeń związanych z niepożądaną zmiennością charakterystyki regulatorów egzogennych wpływających na ich poziom, w rozumieniu fluktuacji stóp procentowych czy wahań kursów walut w sytuacji zaciągania zobowiązań w innej walucie, niż polski złoty. Należy jednocześnie zaznaczyć, że określenie docelowego wolumenu obcych środków pieniężnych biorących udział w procesach zasilenia projektu rozwojowego jest wynikiem relatywizacji istotności realizacji funkcji minimalizacji *WACC* względem istotności realizacji funkcji redukcji odchylenia *in plus* w zakresie płynności jednostki. Ośrodek decyzyjny nie rozpoznając bowiem innych mechanizmów przywrócenia krótkoterminowej równowagi finansowej podmiotu niż alokacja środków pieniężnych w aktywach trwałych skłonny jest do względnego obniżenia partycypacji finansowania egzogennego w montażu finansowym inwestycji na rzecz wzrostu zaangażowania kapitału własnego, a co za tym idzie poświęcenia określonej wielkości *WACC* w celu podniesienia efektywności gospodarowania posiadanymi środkami pieniężnymi.

W obszarze drugiego strategicznego uwarunkowania kwantytatywnego doboru zasileń kapitałowych inwestycji, tj. uwarunkowania dotyczącego maksymalizacji rentowności kapitału własnego, decydent bezpośrednio wiąże kwestię podnoszenia wartości *ROE* z materią kształtowania *WACC* i postrzega ryzyko, jako hipotetyczną niezdolność do redukcji nadpłynności podmiotu na skutek zaangażowania do

finansowania procesu rozwojowego zbyt małego wolumenu własnych środków pieniężnych. Uznać należy, że ośrodek decyzyjny zorientowany incydentalno-efektywnościowo postrzega zagrożenia w obszarze efektywności gospodarowania kapitałami własnymi dwutorowo, skupiając się zarówno na osiągnięciu możliwie dużej rentowności kapitału własnego wykorzystanego do zasilenia inwestycji, jak i podporządkowując strukturalizację zasad alokacji posiadanych środków pieniężnych holistycznie rozumianej sytuacji finansowej podmiotu. Co z tego wynika, traktując dźwignię finansową jako narzędzie podnoszenia wartości *ROE* z jednej strony rozpatruje wpływ ograniczenia zaangażowania finansowania zewnętrznego do zasilenia projektu na potencjalne nieosiągnięcie jej możliwie wysokiego poziomu, z drugiej natomiast będąc świadomym nadmiarowego wolumenu zakumulowanego kapitału rozpoznaje ryzyko hipotetycznej utarty efektywności gospodarowania w sytuacji braku jego konwersji na środki trwałe. Jednocześnie, decydent wpisujący się w ramy modelu kwalitatywno-kwantytatywnego postrzega w kategoriach niebezpieczeństwa efektywnościowego niezdolność do wygenerowania zwrotu z inwestycji w ustalonej cezurze czasowej, czego powodu upatruje w niepożądanej, przyszłej fluktuacji kosztów operacyjnych i zbyt małym względem poniesionych nakładów inwestycyjnych wzrostem korzyści pieniężnych uzyskiwanych z tytułu prowadzonej działalności bieżącej. Dostrzega także w procesach kształtowania *ROE* zagrożenia związane ze sprawnością działania w ramach ubogaconych o nowy substrat majątkowy procesów podstawowych, odnosząc je do potencjalnie niedostatecznego, dodatniego wpływu inwestycji na kwestię rotacji aktywów wykorzystywanych w działalności operacyjnej. Należy więc stwierdzić, że w obszarze strategicznego kryterium decyzyjnego dotyczącego maksymalizacji rentowności kapitałów własnych ośrodek decyzyjny rozpoznaje sprzężenie pomiędzy perspektywą krótkookresową oraz perspektywą długookresową gospodarowania, co wydaje się potwierdzać antycypacja potencjalnych problemów efektywnościowych wynikających z postępującej, docelowo w sposób wykładniczy, akumulacji finansowej. W tym kontekście uznaje zasadność apriorycznego określenia przeznaczenia gromadzonych środków pieniężnych, najczęściej wskazując konieczność planowania i dalszego podejmowania reinwestycji.

W zakresie strategicznego, kwantytatywnego uwarunkowania decyzyjnego doboru zasileń kapitałowych inwestycji odnoszącego się do maksymalizacji rentowności aktywów będących przedmiotem projektu decydent właściwy dla modelu kwalitatywno-kwantytatywnego postrzega ryzyko w kategoriach hipotetycznej niezdolności do

zachowania ciągłości wzrostu efektywności wykorzystania aktywów trwałych w czasie. Dążąc do jego mitygacji przeprowadza prospektywne badania marketingowe, na podstawie których z jednej strony określa przyszłe szanse i zagrożenia rynkowe wynikające z implementacji konkretnych składników majątku długoterminowego w procesach podstawowych, z drugiej strony rozpoznaje tendencje kształtowania rentowności aktywów trwałych przez inne przedsiębiorstwa i na tym fundamencie określa dopuszczalną, przyszłą rentowność własnego substratu majątku. Należy zaznaczyć, że w kontekście uzyskania pożądanej dynamiki *ROA* fundamentalnym dla ośrodka decyzyjnego jest dostosowanie wielkości nakładów inwestycyjnych do rozpoznanych w perspektywie *ex ante* możliwości generowania wartości dodanej przez sferę operacyjną, bowiem rozpoznaje niebezpieczeństwa efektywnościowe wynikające tak z endogennej niezdolności, jak i z braku zapotrzebowania rynkowego na wykorzystanie pełnych mocy produkcyjnych parku maszynowego. Należy przy tym stwierdzić, że podobnie jak w obszarze projektowania *ROE,* tak i w procesach wyznaczania oczekiwanej efektywności gospodarowania majątkiem trwałym percepcję ryzyka strategicznego uzupełnia o rozpoznanie ryzyka występującego w perspektywie zoperacjonalizowanej, odnosząc je do niepożądanego kształtowania bieżących kosztów operacyjnych w kolejnych okresach. Wymaga jednak podkreślenia, że w procesach obniżania kosztów operacyjnych decydent jest skłonny poświęcić dodatkowe jednostki pieniężnie wyrażonych korzyści na rzecz rozwoju kapitału relacyjnego, czego przykładem jest opór względem drastycznego ograniczenia kosztów wynagrodzeń czy redukcji wykorzystania usług obcych, a co za tym idzie choć w procesach podnoszenia efektywności gospodarowania majątkiem jest skłonny do ograniczenia marnotrawstwa to upatruje długoterminowych, kwantyfikowalnych korzyści wynikających z utrzymywania właściwy stosunków z interesariuszami wewnętrznymi i zewnętrznymi. Tym samym, minimalizację obciążeń bieżących relatywizuje względem nabywania majątku, który przy zachowaniu określonego, dopuszczalnego poziomu *OPEX,* pozwoli na dywersyfikację produkcji i wynikające z niej kreowanie nowych źródeł przychodów. Majątek ten powinien móc podlegać modernizacji w długiej perspektywie czasowej bowiem decydent wlicza do rachunku efektywności inwestycji ewentualne reperkusje finansowe związane z koniecznością wymiany konkretnych składników majątku w sytuacji ich niespójności funkcjonalnej z elastycznie przeformułowywanym względem zmienności charakterystyk regulatorów zewnętrznych modelem biznesowym.

W obszarze ostatniego strategicznego, kwantytatywnego czynnika decyzyjnego doboru zasileń kapitałowych projektów rozwojowych, tj. czynnika dotyczącego maksymalizacji dodatnich przepływów pieniężnych netto, decydent zorientowany incydentalno-efektywnościowo postrzega ryzyko w kategoriach potencjalnej niezdolności do maksymalizacji wpływów pieniężnych przy utrzymaniu względnie stałej wielkości wydatków w ramach prowadzonej działalności operacyjnej. Należy bowiem stwierdzić, że dla ośrodka decyzyjnego właściwego dla modelu kwalitatywno-kwantytatywnego percepcji ryzyka fundamentalne znaczenie ma z jednej strony dywersyfikacja, na skutek realizacji inwestycji, źródeł generowania pieniężnie wyrażonych, ewidencjonowanych w sposób kasowy, korzyści, z drugiej strony wyznaczenie oraz docelowe osiągnięcie takich wielkości rotacji należności, zapasów i zobowiązań, by cykl konwersji gotówki był możliwie skrócony. Należy w tym kontekście uznać, że choć ze względu na nadwyżkę kapitału własnego materia luki płynności nie jest traktowana jako zagrożenie dla stabilnego wzrostu jednostki to ośrodek decyzyjny preferuje proefektywnościowe zastosowanie zakumulowanych środków pieniężnych, tzn. nie do kompensacji ewentualnych, niepożądanych odchyleń w zakresie krótkoterminowej zdolności płatniczej, ale raczej do alokacji w środkach trwałych. Decydent rozpatruje przy tym hipotetyczne reperkusje wynikające z zależności, zgodnie z którą dążąc do redukcji odchylenia *in plus* w obszarze płynności poprzez konwersję posiadanych środków pieniężnych na majątek długoterminowy podniesie wartość, wyrażanej średnioważonym kosztem kapitału, stopy dyskonta przyszłych przepływów pieniężnych generowanych z tytułu realizacji procesu rozwojowego. Dostrzega w tym obszarze ryzyko nadmiarowego pomniejszenia *NPV* projektu i w celu jego mitygacji skłonny jest do realizacji przedsięwzięć, które pozwolą wielkością generowanych wpływów rekompensować ujemne konsekwencje wynikające z braku minimalizacji *WACC*. Co istotne, decydent rozpoznając istotność ograniczania ryzyka nieuzyskania zwrotu z planowanego projektu inwestycyjnego dookreśla pożądaną, wewnętrzną stopę zwrotu oraz cezurę czasową, w której powinna zostać uzyskana. Uzasadnia to optykę stanowiącą, że niejako dostosowane względem prospektywnie określonych na podstawie badań marketingowych zdolności przedsiębiorstwa do generowania dodatnich przepływów pieniężnych netto z działalności podstawowej są, uwzględniające harmonogram rzeczowo-finansowy przedsięwzięcia oraz termin wymagalności kapitału, formuły kształtowania przepływów pieniężnych w ramach działalności inwestycyjnej i finansowej.

Dokonane rozpoznanie specyfiki percepcji ryzyka w obszarze strategicznych uwarunkowań kwantytatywnych doboru zasileń kapitałowych inwestycji przez decydenta wpisującego się w ramy modelu kwalitatywno-kwantytatywnego uzasadnia stwierdzenie, że zagrożenia efektywnościowe działalności rozwojowej są przez niego postrzegane w sposób wielowymiarowy, oparty o antycypację przyszłych stanów zarówno podmiotu, jak i otoczenia, oraz uwzgledniający zależności pomiędzy poszczególnymi czynnikami decyzyjnymi. Optyka, zgodnie z którą ośrodek decyzyjny rozpatruje niebezpieczeństwa występujące w procesach projektowania przedsięwzięcia inwestycyjnego nie poprzez niezdolność zachowania ciągłości i stabilności rozwoju przedsiębiorstwa, a przez pryzmat potencjalnych, wyrażonych utraconymi korzyściami pieniężnymi, konsekwencji dokonywanych wyborów jest charakterystyczna dla jednostek o rozbudowanych zdolnościach kompensacyjnych, stabilnej sytuacji finansowej oraz ugruntowanej, pozwalającej na dywersyfikację generatorów kapitału, pozycji rynkowej, a więc dla jednostek o średniej masie majątkowo-strukturalnej. Zakres identyfikowanego ryzyka w obszarze kwantytatywnych uwarunkowań strategicznych doboru zasileń kapitałowych inwestycji oraz sposoby jego mitygacji przez decydenta zorientowanego incydentalno-efektywnościowo przedstawia tabela 17.

Model kwalitatywno-kwantytatywny percepcji ryzyka		
Strategiczne uwarunkowanie decyzyjne	**Identyfikowane ryzyko**	**Sposoby mitygacji ryzyka**
Minimalizacja *WACC*	Niezdolność pogodzenia symultanicznej realizacji funkcji redukcji WACC i obniżenia nadpłynności podmiotu.	• Pozyskanie zewnętrznych zasileń kapitałowych o względnie niskiej cenie. • Poświęcenie określonej wielkości *WACC* w celu podniesienia efektywności gospodarowania zakumulowanymi środkami pieniężnymi.
Maksymalizacja *ROE*	Brak redukcji nadpłynności na skutek zaangażowania zbyt małego wolumenu własnych środków pieniężnych.	• Konwersja zgromadzonego kapitału na aktywa długoterminowe. • Obniżenie kosztów operacyjnych oraz ograniczenie ich przyszłych fluktuacji
Maksymalizacja *ROA*	Niezachowanie ciągłości wzrostu rentowności aktywów trwałych w czasie.	• Badania umożliwiające identyfikację szans i zagrożeń efektywnościowych wynikających z nabycia konkretnych składników majątku. • Zachowanie spójności funkcjonalnej majątku ze zdefiniowanym, długoterminowym modelem biznesowym jednostki.
Maksymalizacja dodatnich przepływów pieniężnych netto	Brak maksymalizacji wpływów pieniężnych przy utrzymaniu względnie stałej wielkości wydatków w obszarze działalności operacyjnej.	• Dywersyfikacja źródeł generowania pieniężnie wyrażonych korzyści. • Maksymalne skrócenie cyklu konwersji gotówki.

Tabela 17. Zakres percepcji ryzyka w obszarze uwarunkowań kwantytatywnych oraz sposoby jego mitygacji przez decydenta zorientowanego incydentalno-efektywnościowo

Źródło: Opracowanie własne.

Ostatnim z modeli percepcji ryzyka jest model kwantytatywny, w ramach którego decydent rozpoznaje zagrożenia występujące w obszarze strategicznego uwarunkowania decyzyjnego związanego z minimalizacją średnioważonego kosztu angażowanego do zasilenia procesu rozwojowego kapitału w kategoriach potencjalnego nieosiągnięcia najniższej, możliwej wartości *WACC* montażu finansowego projektu. Dążąc do redukcji tak rozumianego ryzyka ośrodek decyzyjny planistycznie dostosowuje wykorzystanie oprocentowanych, zewnętrznych środków pieniężnych, względem określonej zarówno na podstawie analiz retrospektywnych, jak i antycypacji *sensu largo* warunków gospodarowania, przyszłej, pożądanej i możliwej do osiągnięcia wartości *EBIT*. Decydent zorientowany efektywnościowo postrzega bowiem odpowiednie kształtowanie obciążeń odsetkowych jako fundamentalne narzędzie obniżania podstawy opodatkowania i z tego powodu dopuszcza warianty przyszłego postępowania, w których wpływ dźwigni finansowej na generowanie korzyści efektywnościowych będzie

największy. Choć dążąc do wykorzystania w zasilaniu kapitałowym projektu możliwie dużego wolumenu kapitałów obcych nie traktuje jako niebezpieczeństwa dla stabilności podmiotu znacznego zadłużenia kapitału własnego to rozpoznaje ryzyko efektywnościowe odnoszące się do hipotetycznej, niepożądanej zmiany stóp procentowych, a co za tym idzie skłonny jest do zapewnienia stałego oprocentowania zobowiązań lub ewentualnie możliwie małych, przyszłych wahań obciążeń odsetkowych. Należy jednak stwierdzić, że w sytuacji nadmiarowego, powodującego reperkusje finansowe, wzrostu kosztów odsetkowych gotowy jest do kompensacji tak rozumianego odchylenia przez szybszą spłatę zadłużenia, np. przy wykorzystaniu pożyczki w grupie kapitałowej, refinansującej kredyt udzielony na warunkach komercyjnych, bądź zastosowania zakumulowanego kapitału zapasowego. W kontekście wykorzystania kapitału własnego, decydent dopuszcza do wzrostu jego udziału w montażu finansowym przedsięwzięcia przede wszystkim w sytuacji sklasyfikowania projektu inwestycyjnego, jako przedsięwzięcia trudnego do realizacji. Co za tym idzie, rozpoznając względnie niską wartość stopy wolnej od ryzyka i identyfikując zagrożenia niezdolności do osiągnięcia oczekiwanego zwrotu z zainwestowanego kapitału w ustalonej perspektywie czasowej gotowy jest poświęcić określoną wartość *WACC*. Do zwiększenia udziału kapitałów własnych w procesach finansowania inwestycji dopuszcza także w przypadku konieczności redukcji odchylenia *in plus* w obszarze płynności przedsiębiorstwa. Należy jednak stwierdzić, że w tym przypadku uznaje zasadność alokacji w środkach trwałych kapitału własnego o wartości nie wpływającej ujemnie na osiągnięcie ekstremum funkcji minimalizacji *WACC*.

W obszarze strategicznego, kwantytatywnego kryterium decyzyjnego doboru zasileń kapitałowych inwestycji odnoszącego się do maksymalizacji rentowności kapitału własnego decydent zorientowany efektywnościowo identyfikuje ryzyko nieosiągnięcia największej możliwej wartości *ROE* w przyjętej cezurze czasowej. W tym kontekście ośrodek decyzyjny rozpoznaje zagrożenia związane z niewłaściwym zastosowaniem lub brakiem zastosowania w procesach gospodarowania zakumulowanego kapitału własnego, a co z tego wynika nie obawia się utraty przez podmiot płynności, ale raczej postrzega ryzyko w kategoriach niebezpieczeństwa efektywnościowego wynikającego z utrzymującej się w czasie nadpłynności. Uznając równorzędność istotności realizacji funkcji maksymalizacji rentowności kapitału własnego względem znaczenia osiągnięcia ekstremum funkcji minimalizacji *WACC*, nie dopuszcza wariantów decyzyjnych, w których redukcja odchylenia homeostatycznego

in plus w obszarze krótkookresowej homeostazy finansowej poprzez konwersję kapitału własnego na środki trwałe będące przedmiotem projektu będzie negatywnie wpływać na średnioważony koszt kapitału angażowanego do jego finansowania. Do kompensacji odchyleń w przedmiotowym zakresie jest skłonny raczej wykorzystać mechanizmy alokacji zgromadzonych środków pieniężnych w instrumentach rynku kapitałowego i/lub powierzania go po określonej cenie innym przedsiębiorstwom. W kontekście alokacji zgromadzonych środków pieniężnych w instrumentach rynku kapitałowego rozpoznaje ryzyko nieuzyskania oczekiwanego zwrotu z tytułu realizacji inwestycji finansowych w ustalonej cezurze czasowej. Z kolei w zakresie przyjęcia roli donatora kapitału upatruje ryzyka wystąpienia hipotetycznych problemów z windykacją należności w przypadku zachwiania regularnością spłat rat kapitałowych przez dłużników. Należy jednocześnie stwierdzić, że w planistycznie ujętych procesach maksymalizacji efektywności gospodarowania kapitałem własnym ośrodek decyzyjny wpisujący się w ramy modelu kwantytatywnego percepcji ryzyka rozpoznaje zagrożenia dotyczące maksymalizacji rentowności sprzedaży oraz możliwie dużego skrócenia rotacji aktywów wykorzystywanych w procesach podstawowych. W kontekście uzyskiwania oczekiwanej, docelowo maksymalnej wartości *ROS,* dostrzega ryzyko niezdolności optymalizacji kosztów zasileń energetycznych oraz kosztów specyficznych zasileń materialnych procesu wytwórczego. Natomiast w odniesieniu do ryzyka występującego w obszarze rotacji aktywów rozpoznaje ewentualne niesprawności w zakresie uzyskiwania korzyści z tytułu konwersji posiadanych środków pieniężnych na przeznaczone do wykorzystania w procesie produkcyjnym składniki majątku obrotowego. Dążąc do ich mitygacji skłonny jest do realizacji inwestycji w infrastrukturę energetyczną, dywersyfikacji portfela dostawców i odbiorców oraz utrzymywania relatywnie niskich stanów magazynowych na rzecz wdrażania koncepcji *just in time*.

W zakresie kwantytatywnego uwarunkowania strategicznego doboru zasileń kapitałowych procesu rozwojowego związanego z maksymalizacją rentowności nabywanych aktywów ośrodek decyzyjny wpisujący się w ramy modelu kwantytatywnego percepcji ryzyka postrzega zagrożenia w kategoriach nieosiągnięcia możliwie dużej efektywności wykorzystania majątku długoterminowego w ustalonej perspektywie czasowej. Wiążąc materię rentowności majątku długoterminowego z kwestią uzasadnienia alokacji w nim kapitału rozpoznaje ryzyko związane z jednej strony z potencjalnym nieuzyskaniem, umożliwiającej możliwe szybki zwrot z inwestycji, marży netto z tytułu produkcji realizowanej w oparciu o nowy substrat

majątkowy, z drugiej strony identyfikuje niebezpieczeństwa odnoszące się do braku oczekiwanego przewyższenia wartości średnioważonego kosztu angażowanego do zasilenia procesu rozwojowego kapitału przez wartość *ROA*. W tym kontekście identyfikuje hipotetyczną niezdolność osiągnięcia ekstremum funkcji minimalizacji *OPEX* względem wielkości oczekiwanych, docelowo generowanych z tytułu wykorzystania nowego substratu majątkowego, korzyści pieniężnych. Dążąc do jego mitygacji uznaje zasadność nabycia w ramach projektu rozwojowego takich środków trwałych, które nie tylko nie będą wymagały ponoszenia dodatkowych kosztów z tytułu konieczności realizacji prac dostosowawczych, ale także będą ograniczały energo- i pracochłonność procesów podstawowych oraz będą eliminowały, poprzez automatyzację procesów produkcyjnych, potencjalny błąd ludzki i fluktuację efektu wytwórczego. Jednocześnie, ośrodek decyzyjny zorientowany efektywnościowo uznaje słuszność przedwdrożeniowego, opartego o pogłębione studia wykonalności inwestycji, dostosowania względem niej architektury procesów pomocniczych, umożliwiających osiągnięcie maksymalnej wydajności parku maszynowego, który nie powinien ulec dezaktualizacji technologicznej wcześniej, niż przed zakończeniem prognozowanego okresu jego ekonomicznej użyteczności. W kontekście okresu użyteczności ekonomicznej majątku trwałego, ośrodek decyzyjny rozpoznaje zagrożenia odnoszące się do potencjalnego obniżania rentowności nowych aktywów trwałych na skutek nieadekwatności funkcjonalnej majątku pozyskanego w przeszłości. W konsekwencji, rozsądza zasadność efektywnościową jego ulepszenia, tak by odpowiadał specyfiką bardziej zaawansowanym technologicznie, nowopozyskanym aktywom, zestawiając ją z alternatywnymi korzyściami wynikającymi z reinwestycji pozyskanego z tytułu wyprzedaży części aktywów kapitału czy to w składniki majątku długoterminowego, bardziej odpowiadającego wymaganiom rynkowym, czy, w sytuacji wykorzystania pełnych możliwości sfery operacyjnej, w instrumenty rynku kapitałowego.

Na płaszczyźnie ostatniego strategicznego, kwantytatywnego uwarunkowania decyzyjnego, tj. uwarunkowania dotyczącego maksymalizacji dodatnich przepływów pieniężnych, decydent właściwy dla modelu kwantytatywnego postrzega ryzyko przez pryzmat hipotetycznego braku ukształtowania najkorzystniejszych przepływów pieniężnych netto w ramach poszczególnych rodzajów działalności przedsiębiorstwa. Jako najkorzystniejszą architekturę przepływów pieniężnych rozumie architekturę, zgodnie z którą w zakresie działalności operacyjnej różnica pomiędzy wpływami a wydatkami będzie największa oraz w której przepływy pieniężne netto z działalności

inwestycyjnej i finansowej będą dostosowane względem wymagań operacyjnych. Taka optyka implikuje, że dla ośrodka decyzyjnego określenie docelowej wielkości wydatków inwestycyjnych stanowi pochodną prospektywnego, opartego o pogłębione badania rynkowe, rozpoznania możliwości generowania wpływów w ramach działalności podstawowej. Co za tym idzie, obawia się zrealizowania zbyt dużego wolumenu inwestycji względem możliwości absorbcji wytworzonych w oparciu o nowy majątek produktów przez rynek i w konsekwencji spadku efektywności gospodarowania aktywami długoterminowymi w czasie. Z kolei w ramach działalności finansowej, dążąc do określenia właściwej wielkości wydatków wynikających ze spłaty zaciągniętych do zasilenia procesu rozwojowego, obniżających wartość *WACC,* zobowiązań rozpoznaje zagrożenia związane z potencjalnie nieprawidłowym określeniem wartości generowanego w przyszłości *EBIT* oraz możliwości sprawnej konwersji kategorii przychodowych na kategorie wpływów pieniężnych. Obawia się bowiem, że koniecznym do pokrywania zobowiązań bieżących będzie zastosowanie kapitału zakumulowanego w okresach ubiegłych, co przy uwzględnieniu niebezpieczeństwa hipotetycznej niezdolności maksymalnego skrócenia cyklu konwersji gotówki niejako uniemożliwi osiągnięcie maksymalnej wartości *ROE*. W kontekście zaciągniętych do realizacji projektu zobowiązań decydent zorientowany efektywnościowo rozpoznaje także ryzyko braku minimalizacji średnioważonego kosztu kapitału i traktując go jako stopę dyskonta, uznaje, że w celu osiągnięcia maksymalnej bieżącej wartości przyszłych przepływów pieniężnych jej wartość musi być jak najniższa, a wewnętrza stopa zwrotu z inwestycji powinna ją możliwie mocno przewyższać. Jednocześnie, decydent identyfikuje ryzyko niewłaściwego określenia konsekwencji realizacji projektu dla *standingu* finansowego przedsiębiorstwa, kształtowania jego przepływów finansowych oraz realizacji procesu akumulacji finansowej. Dążąc do jego mitygacji z jednej strony skłonny jest odstąpić od podejścia projektowego na rzecz antycypacji przepływów pieniężnych w holistycznie postrzeganej działalności podmiotu, z drugiej wydłużyć okres projekcji finansowej.

Przeprowadzona identyfikacja sposobu postrzegania ryzyka występującego w obszarze strategicznych uwarunkowań kwantytatywnych zasileń kapitałowych inwestycji przez decydenta wpisującego się w ramy modelu kwantytatywnego umożliwia stwierdzenie, że zagrożenia działalności rozwojowej są przez niego postrzegane w kategoriach potencjalnie utraconych korzyści pieniężnych z tytułu nieosiągnięcia *sensu largo* największej efektywności gospodarowania. Podejście, zgodnie z którym ośrodek decyzyjny nie obawia się angażowania zewnętrznych zasileń kapitałowych oraz

poszukuje rozwiązań pozwalających na osiągnięcie właściwego konkretnemu kwantytatywnemu uwarunkowaniu decyzyjnemu ekstremum funkcji optymalizacyjnej jest charakterystyczne dla jednostek posiadających rozbudowane endo- i egzogenne możliwości kompensacyjne, będących uczestnikami rynku kapitałowego oraz dostosowujących strukturalizację planów rozwojowych zarówno do prospektywnie rozpoznanych warunków rynkowych, jak i do antycypowanych własnych zdolności funkcjonalnych, a więc dla podmiotów o dużej masie majątkowo-strukturalnej. Zakres identyfikowanego ryzyka w obszarze kwantytatywnych uwarunkowań strategicznych doboru zasileń kapitałowych inwestycji oraz sposoby jego mitygacji przez decydenta zorientowanego efektywnościowo przedstawia tabela 18.

Model kwantytatywny percepcji ryzyka		
Strategiczne uwarunkowanie decyzyjne	**Identyfikowane ryzyko**	**Sposoby mitygacji ryzyka**
Minimalizacja *WACC*	Brak minimalizacji średnioważonego kosztu kapitału angażowanego do zasilenia procesu inwestycyjnego	• Dostosowanie wielkości i warunków zadłużenia względem prognozowanego *EBIT*. • W sytuacji niepożądanej fluktuacji kosztów odsetkowych wcześniejsza spłata zobowiązań kapitałem zapasowym.
Maksymalizacja *ROE*	Nieosiągnięcie maksymalnej wartości *ROE* w przyjętej cezurze czasowej.	• Alokacja nadmiarowego, niewykorzystanego w procesach pozyskiwania majątku rzeczowego, kapitału własnego w instrumentach rynku kapitałowego. • Maksymalizacja sprawności działania w obszarze sfery operacyjnej.
Maksymalizacja *ROA*	Brak osiągnięcia maksymalnej efektywności wykorzystania aktywów trwałych w ustalonym horyzoncie czasowym.	• Nabycie składników majątku pozwalających na redukcję *OPEX*. • Wyprzedaż aktywów niespójnych funkcjonalnie z pozyskiwanym parkiem maszynowym i dalsza reinwestycja kapitału.
Maksymalizacja dodatnich przepływów pieniężnych netto	Brak ukształtowania najkorzystniejszych przepływów pieniężnych w ramach poszczególnych rodzajów prowadzonej działalności.	• Prospektywne, oparte o pogłębione badania rynkowe, rozpoznanie możliwości generowania wpływów z działalności podstawowej. • Odejście od projekcji projektowych na rzecz rozpoznania wpływu inwestycji na holistycznie rozumianą sytuację finansową podmiotu gospodarczego.

Tabela 18. Zakres percepcji ryzyka w obszarze uwarunkowań kwantytatywnych oraz sposoby jego mitygacji przez decydenta zorientowanego efektywnościowo

Źródło: Opracowanie własne.

Dokonane rozpoznanie sposobów percepcji ryzyka występującego w obszarze kwantytatywnych uwarunkowań strategicznych doboru zasileń kapitałowych inwestycji przedsiębiorstw uzasadnia stwierdzenie, że podobnie jak w obszarze uwarunkowań natury kwalitatywnej, tak i w obszarze uwarunkowań natury efektywnościowej decydent właściwy różnym modelom w innym zakresie rejestruje, analizuje i ocenia ryzyko oraz w rezultacie odmiennie antycypuje hipotetyczne następstwa wyboru określonej ścieżki postępowania. Implikuje to, że decydenci zorientowani incydentalnie, incydentalno-behawioralno-efektywnościowo, incydentalno-efektywnościowo i efektywnościowo wyznaczają różne samoregulacyjne normy pozyskania i dalszego zastosowania kapitału w działalności inwestycyjnej. Co za tym idzie, choć architektura kwantytatywnych uwarunkowań strategicznych tworzących ramy procesu decyzyjnego dotyczącego doboru zasileń pieniężnych procesów rozwojowych jest zunifikowana to przymiot akceptowalnego ryzyka rozważanego wariantu decyzyjnego nie jest tożsamy dla podmiotów o różnej masie majątkowo-strukturalnej. Na tej podstawie należy stwierdzić, że zbiór decyzji kwalifikujących się do pola dopuszczalnych przyszłych ścieżek postępowania stanowi wypadkową oczekiwań ośrodka decyzyjnego względem prospektywnie ustalonych, wyrażonych pieniężnie korzyści docelowo uzyskanych z tytułu realizacji inwestycji oraz specyficznej dla niego, antycypacyjnej ewaluacji czynników potencjalnie destabilizujących materializację ustalonych w sposób planistyczny formuł działalności rozwojowej. Taka konstatacja uzasadnia stwierdzenie, że wybór zasileń kapitałowych inwestycji jest bezpośrednio warunkowany przyjętym przez przedsiębiorstwo modelem percepcji ryzyka.

ZAKOŃCZENIE

Cel rozprawy doktorskiej stanowiła identyfikacja zależności między uwarunkowaniami postrzegania ryzyka w przedsiębiorstwie a sposobem ewaluacji kryteriów decyzyjnych warunkujących procesy doboru zasileń kapitałowych projektowanych procesów inwestycyjnych. Sformułowanie takiego celu głównego umożliwiło konkretyzację sześciu hipotez badawczych zawierających w sobie istotę percepcji ryzyka w procesach decyzyjnych związanych z planistycznym, antycypacyjnym doborem finansowania projektów rozwojowych. Weryfikacja przedmiotowych hipotez pozwoliła na rozpoznanie różnic w zakresie ewaluacji ryzyka pomiędzy przedsiębiorstwami przyjmującymi odmienne modele jego postrzegania w procesach projekcji architektury zasileń kapitałowych działalności strategicznej.

Pierwsza z hipotez badawczych zawierała supozycję stanowiącą, że prospektywna strukturalizacja procesów inwestycyjnych przedsiębiorstw wymaga doboru właściwych sposobów ich finansowania. Przeprowadzone w pierwszym rozdziale badania literatury wykazały, że przedsiębiorstwa pozostając w nierozerwalnych relacjach z otoczeniem endo- i egzogennym, by przetrwać oraz zrealizować długookresowe cele podstawowe w postaci m.in. poprawy konkurencyjności, zachowania ciągłości akumulacji finansowej oraz maksymalizacji wartości rynkowej zobligowane są do ciągłego, ujętego w czasie dostosowywania swojej specyfiki funkcjonalnej względem antycypowanej, ewolucyjnie transformującej się charakterystyki elementów tego otoczenia. Zmuszone są więc do projekcji procesów rozwojowych, które ze względu na wewnętrzną złożoność organizacji oraz mnogość realizowanych przez ich struktury cząstkowe wiązek celów (podporządkowanych materializacji celów podstawowych), przyjąć mogą zarówno formę rozwoju jakościowego, związanego z usprawnianiem funkcjonowania jednostek, jak i rozwoju ilościowego, inwestycyjnego, dotyczącego zmiany kategorii ekonomiczno-finansowych, w tym kategorii majątkowych. Realizacja procesów rozwojowych, w szczególności rozwoju ilościowego, oparta jest o wewnątrzorganizacyjną, zgodną z hierarchią wyznaczonych celów, transformację pozyskiwanych z otoczenia zasobów, wśród których rolę fundamentalną pełnią zasoby energomaterialne, utożsamiane z majątkiem rzeczowym, obrotowym i trwałym, czyli z aktywami będącymi wykorzystywanymi w perspektywie operacyjnej gospodarowania oraz z aktywami umożliwiającymi realizację strategii jednostek, stanowiącymi o materializacji ich celów

długookresowych. Działalność inwestycyjna jest procesem długoterminowym – wpisującym się w strategię podmiotu, opartym o rozmyślną konwersję kapitału na pożądane środki trwałe, mające pozwolić podmiotom gospodarującym wygenerować korzyści pieniężne przekraczające wartością wielkość inwestycji. Tym samym działalność inwestycyjna wymaga prospektywnego – strategicznego doboru sposobu jej finansowania (mogącego pochodzić tak z wnętrza, jak i spoza struktur jednostki, będącego zwrotnym lub bezzwrotnym). Dobór ten dokonywany jest w oparciu o ewaluację rozważanego do pozyskania majątku pod kątem posiadania przez niego charakterystyki majątku cennego, rzadkiego, trudnego w imitacji, zgodnego z organizacyjnymi zdolnościami wykorzystania jego potencjału oraz kompatybilności z pozostałymi, posiadanymi przez przedsiębiorstwo aktywami pozwalającymi na poprawę i zachowanie jego przewagi konkurencyjnej.

Dostępna paleta zasileń kapitałowych obejmuje finansowanie własne, czyli wykorzystanie kapitału wygenerowanego w trakcie działalności i/lub wniesionego przez właścicieli/udziałowców jednostki i który jest trwale związane z podmiotem. Obejmuje ona także zewnętrzne, obce, środki pieniężne, wykorzystywane w celu wypełnienia niedoborów kapitału własnego i obniżenia średnioważonego kosztu kapitału architektury zasileń finansowych, oraz finansowanie hybrydowe mogące się znaleźć w strukturze kapitałowej, w zależności od zastosowanych instrumentów, nacechowaniem bliżej kapitału własnego lub bliżej kapitału obcego. Wykorzystanie we właściwych proporcjach, pozwalających osiągnąć pożądaną rentowność kapitału, jego docelową efektywność kosztową oraz spełniających kryterium akceptowalnego ryzyka, zdywersyfikowanych źródeł zasileń kapitałowych stanowi podwalinę realizacji długookresowych, osadzonych w perspektywie strategicznej celów podstawowych przedsiębiorstwa. Zatem dobór zasileń kapitałowych inwestycji warunkowany jest poprzez spełnienie przez rozważane warianty finansowania oczekiwań względem niezbędnego wolumenu środków pieniężnych, wyznaczonych standardów efektywnościowych oraz rozpoznanego ryzyka dotyczącego realizacji inwestycji i dostarczenia przez nią oczekiwanych efektów, co potwierdza hipotezę pierwszą.

Druga hipoteza badawcza stanowiła przypuszczenie, że proces doboru zasileń finansowych przedsiębiorstw warunkuje zachowanie dynamicznej homeostazy systemu ekonomiczno-finansowego. Badania literaturowe przeprowadzone w drugim rozdziale wykazały, że ze względu na wewnątrzorganizacyjną heterogeniczność podmiotów gospodarujących poszczególne z ich struktur cząstkowych pełnią inne funkcjonalne role

oraz realizują inne wiązki celów cząstkowych, podporządkowanych materializacji celów strategicznych, ogólnoorganizacyjnych. Zdolność realizacji celów strategicznych przedsiębiorstwa, rozumiana jako trwałe utrzymywanie przez nie dynamicznej, ogólnoorganizacyjnej równowagi, stanowi efekt synergii zachowania równowag cząstkowych, czyli materializacji celów cząstkowych właściwych poszczególnym, fragmentarycznym strukturom funkcjonalnym. Dostosowanie oraz logiczna, przyczynowo-skutkowa synchronizacja działań sprzężonych, fragmentarycznych struktur jest efektem nieustannie realizowanego procesu samoregulacyjnego zachodzącego w sferze regulacji przedsiębiorstwa, którego efekt stanowić ma dostarczenie tym strukturom norm postępowania, uwzględniających bieżącą oraz przyszłą zmienność otoczenia i w konsekwencji pozwalających im na zachowanie w czasie równowagi funkcjonalnej. Krańcowe stany dynamicznej równowagi systemów funkcjonalnych nie posiadają zunifikowanej specyfiki, bowiem ich charakterystyka zależy z jednej strony od przyjętego horyzontu czasowego gospodarowania, z drugiej od funkcji celu realizowanej przez konkretny system. Szczególnie istotną jest homeostaza systemu ekonomiczno-finansowego, gdyż odpowiedzialny on jest za pozyskiwanie i odpowiednie zastosowanie właściwego względem ustrukturalizowanych procesów podstawowych majątku obrotowego, nabywanie zgodnego ze strategią rynkową podmiotu majątku trwałego oraz z zapewnianiem ich właściwego finansowania, a co z tego wynika z samoregulacyjną strukturalizacją strumieni finansowych w ramach powiązanej działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej. Dynamiczna równowaga funkcjonalna systemu ekonomiczno-finansowego wymaga sprzężenia dwóch perspektyw czasowych procesu gospodarowania, tj. perspektywy krótko- oraz długookresowej i wynika z zasad racjonalnego gospodarowania. Ze względu na pierwotny charakter kapitału i wyrażenie efektów realizowanego przez przedsiębiorstwo procesu gospodarowania w jednostkach pieniężnych fundamentem osiągnięcia tak rozumianej homeostazy jest dobór zasileń kapitałowych, które to zasilenia umożliwiać mają ich dalszą konwersję na przydatne w *continnum* działalności, zgodne ze strategią podmiotu, składniki majątku. Proces samoregulacyjny dotyczący określenia zasad doboru zasileń kapitałowych wymaga uwzględnienia szeregu uwarunkowań, wśród których znajdują się zarówno uwarunkowania wynikające z krótko- i długookresowych oczekiwań względem spełnienia przez realizowany proces gospodarowania nadrzędnego kryterium efektywnościowego, uwarunkowania stanowione przez nadrzędny regulator legislacyjny w zakresie opodatkowania majątku, obrotu i dochodu oraz uwarunkowania

dotyczące potencjalnych odchyleń pomiędzy stanami pożądanymi a stanami rzeczywiście osiągniętymi, czyli uwarunkowania dotyczące ryzyka funkcjonowania jednostek, osadzonego w perspektywie operacyjnej oraz w perspektywie strategicznej. Uwzględnienie przedmiotowych uwarunkowań w procesach samoregulacyjnych pozwala na dobór właściwych zasileń kapitałowych działalności krótko- i długookresowej przedsiębiorstwa, a co za tym idzie umożliwia zachowanie dynamicznej homeostazy systemu ekonomiczno-finansowego, co potwierdza drugą hipotezę badawczą.

Na fundamencie analizy przeprowadzonej w trzecim rozdziale zweryfikowana została trzecia hipoteza badawcza, zgodnie z którą ryzyko występujące w działalności przedsiębiorstw jest heterogeniczną materią różnicującą się w zależności od przyjętego kryterium czasu. Przedmiotowa analiza dowiodła, że samoregulacyjnie ustanowione ciągi działań podporządkowane materializacji wyznaczonych celów strategicznych jednostki gospodarującej, ze względu na nieustanne bodźcowanie regulacyjne wynikające ze zmienności charakterystyki elementów otoczenia, obarczone są potencjalnym naruszeniem stabilności procesowej. Tym samym osadzone w *continnum* czasowym procesy, docelowo umożliwiające materializację wyznaczonych celów, nie posiadają znamion procesów deterministycznych, ale noszą znamiona procesów stochastycznych. Stochastycyzym procesów gospodarowania utożsamiać należy z materią ryzyka sprowadzającego się do hipotetycznego odchylenia pomiędzy pożądanym stanem przedsiębiorstwa w perspektywie *ex ante* a stanem rzeczywiście osiągniętym. Źródła ryzyka osadzone są zarówno w grupie uwarunkowań niekontrolowalnych, makroekonomicznych, formułujących ryzyko systematyczne oraz w grupie warunków pozostających w bliskim otoczeniu przedsiębiorstwa i/lub pośród jego struktur, stanowiąc składowe ryzyka specyficznego. Na ryzyko systematyczne składają się możliwe, niepożądane przekształcenia w obszarze rynku w wymiarze wahań koniunktury, państwa w wymiarze niestabilności ram obszaru swobody wyznaczanych przez regulator legislacyjny, społeczeństwa w wymiarze zmian standardów kulturowo-obyczajowych oraz wydarzeń nadzwyczajnych związanych z nieoczekiwanymi przekształceniami środowiskowo-technologicznymi. Ryzyko systematyczne, będąc ryzykiem niekontrolowanym, uniwersalnym i uniezależnionym od funkcji czasu odnosi się do wszystkich podmiotów funkcjonujących w określonej przestrzeni systemu społeczno-gospodarczego w jednakowy sposób. Ryzyko specyficzne, wynikające z transformacji regulatorów bliskiego otoczenia i wnętrza konkretnego przedsiębiorstwa, dotyczy z kolei turbulencji rozmyślnych, wpisujących się w ścieżkę realizacji ustalonych celów

operacyjnych oraz strategicznych, przekształceń struktur funkcjonalnych. Z wewnątrzorganizacyjnej niejednorodności przedsiębiorstw oraz dezagregacji naczelnej funkcji celu ogólnoorganizacyjnego na podporządkowane mu funkcje celu realizowane przez struktury cząstkowe wynika, że ryzyko specyficzne występuje we wszystkich obszarach działalności przedsiębiorstwa, tj. w obszarze dotyczącym relacji z otoczeniem, obszarze kadrowo-personalnym, obszarze technologicznym oraz obszarze kapitałowym, przyjmując w operacyjnej perspektywie gospodarowania odpowiednio postać ryzyka potencjalnie niekorzystnego kształtowania wizerunku przedsiębiorstwa, nieodpowiedniego projektowania stanu zatrudnienia względem ustrukturalizowanych procesów podstawowych, niezdolności formalizacji procesów technologicznych oraz utraty krótkookresowej zdolności płatniczej. Z osadzenia procesu gospodarowania w *continnum* czasowym oraz logiki wynikowo postępujących celów operacyjnych, podporządkowanych ostatecznie materializacji celów strategicznych, wynika transpozycja ryzyka występującego w obszarach cząstkowych działalności bieżącej na ryzyko utraty równowagi funkcjonalnej w odpowiadających im obszarach działalności strategicznej, rozwojowej, odnosząc się do niezdolności wykształcania pożądanej reputacji przedsiębiorstwa, braku wzrostu kapitału intelektualnego, nieumiejętności sformułowania procesów badawczo-rozwojowych mających dostarczyć rzadkie i trudne w imitacji zasoby oraz nieosiągnięcia oczekiwanej rentowności wykorzystanego do finansowania inwestycji kapitału. Rozpoznanie sprzężenia perspektywy operacyjnej i perspektywy strategicznej gospodarowania oraz niejednorodnych obszarów działalności bieżącej i rozwojowej przedsiębiorstwa pozwala więc sformułować wniosek, że specyfika ryzyka z jednej strony różnicuje się pomiędzy płaszczyznami prowadzonej działalności, z drugiej przyjmuje odmienne nacechowanie ze względu perspektywę czasową docelowej materializacji celów właściwych tym płaszczyznom, co potwierdza trzecią hipotezę badawczą.

Weryfikacja czwartej hipotezy badawczej będącej przypuszczeniem, że percepcja ryzyka występującego w obszarze uwarunkowań decyzyjnych wymiaru ekonomiczno-finansowego strategii przedsiębiorstw jest dyferencjalna została przeprowadzona w czwartym rozdziale przy wykorzystaniu metody badań literaturowych, metody opisowej oraz metody logiki formalnej. Zrealizowane badania wykazały, że procesem integralnie związanym z procesem zarządzania strategicznego, dotyczącego wyznaczania pożądanych stanów strategicznych przedsiębiorstwa oraz strukturalizacji i dalszej realizacji działań umożliwiających materializację tych stanów, jest proces zarządzania

ryzykiem. Proces zarządzania ryzykiem, złożony z faz rozpoznania, analizy, oceny i odnoszenia się jednostki wobec ryzyka, dotyczy wszystkich trzech funkcji cząstkowych zarządzania strategicznego, tj. funkcji planowania strategicznego, implementacji strategii oraz kontroli strategicznej. Szczególnie istotnym jest on dla fazy planowania strategicznego, jako etapu pierwotnego i fundamentalnego dla działalności rozwojowej podmiotu, bowiem antycypacyjne rozpoznanie czynników potencjalnie destabilizujących przyszłe postępowanie przedsiębiorstwa pozwala z jednej strony na prospektywną projekcję adekwatnych ścieżek materializacji celów długoterminowych względem identyfikowanej, osadzonej w przyszłości, zmienności regulatorów otoczenia, z drugiej strony pozwala na uniknięcie konieczności podejmowania działań kompensacyjnych, niezbędnych dla zachowania dynamicznej homeostazy ogólnoorganizacyjnej. Proces zarządzania strategicznego, względem którego nierozłącznym jest proces zarządzania ryzykiem, oparty jest o realizację strategicznych procesów decyzyjnych, których rezultat w postaci dokonywanych wyborów determinuje przyszłe, podporządkowane osiąganiu celów długookresowych, działania struktur cząstkowych podmiotów gospodarujących. Przedmiotowe procesy decyzyjne złożone są z architektury logicznie sprzężonych strategicznych kryteriów decyzyjnych o nacechowaniu incydentalnym, efektywnościowym i behawioralnym, a co za tym idzie ewaluacja ryzyka właściwego poszczególnym z tych kryteriów umożliwia podejmowanie odpowiednich względem wyprzedzająco rozpoznanych, hipotetycznych stanów otoczenia, maksymalizujących przyszłe korzyści, decyzji kierowniczych dotyczących przyszłego postępowania jednostki na poszczególnych płaszczyznach wielowymiarowej działalności strategicznej. W procesach planowania strategicznego szczególnie istotna jest ewaluacja ryzyka właściwego obszarowi kapitałowemu strategii podmiotu. Sposób postrzegania ryzyka nie jest jednak zunifikowany dla wszystkich podmiotów gospodarujących, ponieważ im mniejsze jest przedsiębiorstwo tym w większym zakresie wynika on z uwarunkowań behawioralnych decydenta, *a contrario*, gdy w rozbudowanych strukturalnie, masywnych organizacjach ryzyko podlega ścisłemu pomiarowi. Przeformułowanie sposobu percepcji ryzyka nie nosi znamion binarnego, ale następuje płynnie, wraz z przyrostem masy majątkowo-strukturalnej jednostki w czasie. Rozbieżności w sposobie ewaluacji ryzyka potwierdzają, że możliwa jest identyfikacja różnych modeli percepcji ryzyka występującego w obszarze uwarunkowań decyzyjnych w wymiarze ekonomiczno-finansowym strategii przedsiębiorstw, co potwierdziło hipotezę czwartą. Na tej podstawie sformułowane zostały autorskie modele postrzegania ryzyka występującego w obszarze

strategicznych kryteriów decyzyjnych w obszarze kapitałowym działalności strategicznej i należą do nich model indywidualny, zgodnie z którym decydent ewaluuje ryzyko w oparciu o zbehawioralizowanych preferencje, indywidualno-kwantytatywny, zgodnie z którym choć dokonany wybór jest obarczony zsubiektywizowanym poglądem decydenta to proces decyzyjny uzupełniony jest o antycypacyjną kwantyfikację konsekwencji, kwalitatywno-kwantytatywny, zgodnie z którym rozsądzone są korzyści efektywnościowe względem podejmowanego ryzyka, oraz model kwantytatywny postrzegania ryzyka, gdzie podstawowym dążeniem decydenta jest maksymalizacja korzyści efektywnościowych.

W rozdziale piątym zweryfikowana została piąta hipoteza badawcza, stanowiąca, że architektura zasileń kapitałowych inwestycji wynika z przyjętego przez przedsiębiorstwo modelu percepcji ryzyka i bazuje na strategicznych kryteriach decyzyjnych determinujących proces strukturalizacji planowanych do pozyskania aktywów długoterminowych. Zrealizowane w oparciu o metodę analizy dokumentacji źródłowej badania wykazały, że profil identyfikowanego przez przedsiębiorstwa, znajdujące się na odmiennych etapach ekspansji majątkowo-strukturalnej, ryzyka różni się w zunifikowanych obszarach działalności strategicznej, tj. w obszarze kadrowo-personalnym, techniczno-technologicznym, rynkowym oraz kapitałowym. Przeprowadzone badania dowiodły, że różny profil rozpoznawanego przez jednostki ryzyka występującego na przedmiotowych płaszczyznach działalności rozwojowej wynika z jego odmiennego postrzegania w procesach decyzyjnych dotyczących planowania strategicznego dotyczącego poszczególnych z tych płaszczyzn. Na tym fundamencie dokonano rozpoznania sposobu ewaluacji ryzyka właściwego dla płaszczyzny kapitałowej, jako płaszczyzny pierwotnej i nadrzędnej dla działalności rozwojowej, w obszarze kwalitatywnych oraz kwantytatywnych uwarunkowań strategicznych doboru zasileń kapitałowych inwestycji w ramach poszczególnych z ustrukturalizowanych modeli jego percepcji, tj. modelu indywidualnego, indywidualno-kwantytatywnego, kwalitatywno-kwantytatywnego oraz kwantytatywnego. Przedsiębiorstwa ewaluujące ryzyko występujące w obszarze kwalitatywnych uwarunkowań strategicznych doboru finansowania inwestycji zgodnie z modelem indywidualnym nadawały priorytet zapewnieniu zgodności formuł finansowania ze zbehawioralizowanymi przekonaniami właściciela, co do bieżących i przyszłych stanów otoczenia. Przedsiębiorstwa postrzegające ryzyko zgodnie z modelem indywidualno-kwantytatywnym uzupełniały sądy decydenta o doświadczenia lat ubiegłych,

transponując konsekwencje podejmowanych w przeszłości wyborów na przyszłe stany organizacji. Przedsiębiorstwa dokonujące percepcji ryzyka zgodnie z modelem kwalitatywno-kwantytatywnym dążyły do antycypacji przekształceń warunków brzegowych procesów rozwojowych oraz kwantyfikacji skutków dokonywanych wyborów. Natomiast przedsiębiorstwa rozsądzające materię ryzyka występującego w ramach kwalitatywnych kryteriów strategicznych doboru finansowania inwestycji w zgodzie z modelem kwantytatywnym traktowały ryzyko w kategoriach nieosiągnięcia maksymalnych korzyści pieniężnych z tytułu wybranego wariantu przyszłego postępowania.

Analiza dokumentacji źródłowej wykazała, że różnice w sposobie ewaluacji ryzyka występują także w obszarze efektywnościowych, strategicznych uwarunkowań decyzyjnych projekcji finansowania inwestycji. Podmioty gospodarujące ewaluujące ryzyko w obszarze strategicznych uwarunkowań kwantytatywnych w ramach modelu indywidualnego preferowały samofinansować inwestycję, nie rozpoznając korzyści efektywnościowych wynikających z zaangażowania kapitału obcego. Jednostki zarządzające ryzykiem zgodnie z modelem indywidualno-kwantytatywnym skłonne były wykorzystać zewnętrzne źródła zasileń kapitałowych, jednak w stopniu niezagrażającym bieżącej płynności przedsiębiorstwa. Podmioty ewaluujące ryzyko w zgodzie z modelem kwalitatywno-kwantytatywnym traktowały zewnętrzne zasilenia kapitałowe jako szansę na podniesienie efektywności gospodarowania kapitałem własnym. Z kolei przedsiębiorstwa, w których decydent był zorientowany efektywnościowo dążyły w strategicznym procesie decyzyjnym do maksymalizacji efektów wykorzystania kapitału obcego, poszukując także alternatywnych sposobów alokacji kapitału własnego.

Przeprowadzone badania potwierdziły hipotezę piątą i umożliwiły sformułować konkluzję, że przyjęty model postrzegania ryzyka występującego w procesach doboru zasileń kapitałowych determinuje odmienne preferencje w zakresie strukturalizacji finansowania inwestycji oraz że poszczególne z modeli percepcji ryzyka są właściwe dla przedsiębiorstw różnej wielkości. Im mniejsze jest przedsiębiorstwo tym w większym zakresie percepcja ryzyka opiera się na zindywidualizowanych sądach decydenta, który stara się je mitygować poprzez dążenie do zapewnienia bezpiecznych rozwiązań, opartych o endogenne zasilenia kapitałowe procesów rozwojowych. Z kolei im bardziej rozbudowane pod względem masy majątkowo-strukturalnej są jednostki tym bardziej skłonne są podejmować działania obarczone większym prawdopodobieństwem przyszłych turbulencji, angażować kolejne jednostki kapitału obcego w sytuacji, gdy

rozpoznają dodatkowe korzyści efektywnościowe generowane z tego tytułu i wykształcać mechanizmy kompensacyjne pozwalające zachować zarówno krótko-, jak i długookresową równowagę funkcjonalną w obszarze ekonomiczno-finansowym działalności strategicznej. W konsekwencji wnioski wysunięte z przeprowadzonych badań dokumentacji źródłowej przedsiębiorstw planujących procesy inwestycyjne oraz proces weryfikacji hipotez pomocniczych potwierdzają hipotezę główną stwierdzającą, że istnieje zależność pomiędzy percepcją ryzyka przez przedsiębiorstwo a charakterystyką procesu doboru finansowania nakładów inwestycyjnych.

BIBLIOGRAFIA

Publikacje zwarte

1. Adamczyk-Kowalczuk M., *Behawioralne determinanty decyzji inwestycyjnych na rynku kapitałowym,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2022.
2. Adamik A., Matejun M., *Organizacja i jej miejsce w otoczeniu* w: *Podstawy zarządzania*, red. A. Zakrzewska-Bieławska, Oficyna a Wolters Kluwer Business, Warszawa 2012.
3. Adamska K., *Ryzyko w działalności przedsiębiorstwa – podstawowe zagadnienia* w: *Ryzyko w działalności przedsiębiorstwa – wybrane aspekty*, red. nauk. A. Fierla, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2009.
4. Agata A., *Źródła finansowania spółek publicznych w Polsce* w: *Źródła finansowania działalności rozwojowej przedsiębiorstw w Polsce,* red. J. Grzywacz, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005.
5. *Analiza płynności finansowej przedsiębiorstwa – płynność strukturalna, płynność potencjalna, zdolność płatnicza,* red. naukowa K. Kreczmańska-Gigol, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2020.
6. Antczak Z., Funkcja personalna w przedsiębiorstwie w okresie transformacji gospodarczo-społecznej w Polsce, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2005.
7. Antczak Z., *Strategia organizacji a jej funkcja personalna (próba systematyzacji zagadnienia)*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 2009.
8. Banaszyk P., *Zmiana kluczowych problemów strategicznych w zarządzaniu współczesnymi przedsiębiorstwami* w: *Wybrane problemy zarządzania – teraźniejszość i przyszłość,* red. S. Trzcieliński, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2013.
9. Barabasi A. – L., *Network Science*, BarabasiLab, Boston 2012.
10. Beck-Krala E., *Wynagrodzenia pracowników w organizacji – teoria i praktyka*, Wydawnictwo AGH, Kraków 2013.
11. Bednarski L., *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
12. Bednarz J., Gostomski E., *Finansowanie działalności gospodarczej,* Wydawnictwo

Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2006.

13. Begg D., Fischer S., Dornbusch R., *Mikroekonomia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
14. Bennett D., *Ryzyko walutowe – instrumenty i strategie zabezpieczające,* Wydawnictwo ABC, Warszawa 2000.
15. Berstain P., Aswath D., *Zarządzanie inwestycjami,* K. E. Lieber, Warszawa 2006
16. Best P., *Wartość narażona na ryzyko. Obliczanie i wdrażanie modelu Var,* Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2000.
17. Bielawska A., *Finanse przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka,* Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2000.
18. Bień W., *Rynek papierów wartościowych wyd. 7.* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2008.
19. Bień W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa wydanie 9,* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2011.
20. Bitkowska A., Koterman K., Wójcik G., Wójcik K., *Zarządzanie procesami w przedsiębiorstwie,* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2011.
21. Blaik P., *Logistyka. Koncepcja zintegrowanego zarządzania,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010.
22. Błach J., *Innowacje finansowe w przedsiębiorstwie,* Wydawnictwo C. H Beck, Warszawa 2018.
23. Bochenek M., *Problem racjonalności w polskiej myśli ekonomicznej,* Wydawnictwo Key Text, Warszawa 1999.
24. Borkowski R., *Ryzyko w działalności przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2008.
25. Borowski M. R., *Efektywność inwestycji dostosowawczych* w: *Finanse przedsiębiorstwa. Możliwości i ograniczenia finansowe,* red. nauk. J. Grzywacz, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2018.
26. Bovens M., *Public accountability* w: *The Oxford Handbook of Public Management,* red. E. Ferlie, L. E. Lynn Jr., C. Poliit, Oxford University Press, 2005.
27. Brajer-Marczak R., *Implikacje organizacyjne wprowadzania zarządzania procesami* w: *Dojrzałość procesowa organizacji i dojrzałość w zakresie wiedzy,* red. E. Skrzypek, Katedra Zarządzania Jakością i Wiedzą, Wydział Ekonomiczny, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, Lublin 2013.
28. Brealey A., Myers S., *Podstawy finansów przedsiębiorstw,* Polskie Wydawnictwo

Naukowe, Warszawa 2007,

29. Budzik-Nowodzińska I., *Decyzje inwestycyjne a zarządzanie przedsiębiorstwem. Kontekst rozwoju,* Wydawnictwo Politechniki Częstochowskiej, Częstochowa 2021.
30. Capiga M., Ogrodnik H., *Ryzyko w działalności przedsiębiorstwa, banku i zakładu ubezpieczeń,* Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2007.
31. Chyliński A., *Podglądanie ryzyka. Dyktat założeń.,* Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2015.
32. Ciborowski R. W., Gruszewska E., Meredyk K., *Podstawy rachunku efektywności inwestycji,* Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2001.
33. Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Podstawy teorii,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2002.
34. Czempas K., *Nieracjonalność inwestorów jako podstawowa kategoria finansów behawioralnych,* Akademia Ekonomiczna w Katowicach, Katowice 2007.
35. Czerwonka M., *Finanse behawioralne. Główne założenia i nowe wyzwania,* Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2023.
36. De Witt B., Meyer R., *Synteza strategi. Tworzenie przewagi konkurencyjnej przez analizowanie paradoksów,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
37. Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki,* Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
38. Dębski W., *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami firmy,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2005.
39. Domański S.R., *Kapitał ludzki i wzrost gospodarczy,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1993.
40. Dominiak C., *Wielokryterialne wspomaganie podejmowania decyzji strategicznych w przedsiębiorstwie,* Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2013.
41. Duliniec A., *Finansowanie przedsiębiorstwa – Strategie i instrumenty,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2011.
42. Duliniec A., *Finansowanie przedsiębiorstwa,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
43. Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2001

44. Durlik I., *Inżyniera zarządzania,* Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 2019.
45. Dyktus J., Gaertner M, Malik B., *Sprawozdawczość i analiza finansowa,* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2017.
46. Dyl M., *Strategie finansowe przedsiębiorstw* w: *Wyzwania strategiczne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw,* red. E. Wrońska-Bukalska, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2013.
47. Dziawgo D., *Credit-rating,* na międzynarodowym rynku finansowym, *Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne,* Warszawa 2010.
48. Dziawgo D., Zawadzki A., *Finanse przedsiębiorstwa -istota – narzędzia - zarządzanie,* Stowarzyszenie Księgowych w Polsce – Zarząd Główny w Warszawie, Warszawa 2011.
49. Edvinsson L., Malone M. S., *Kapitał intelektualny (Poznaj prawdziwą wartość swego przedsiębiorstwa, odnajdując jego ukryte korzenie),* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2001.
50. *Ekonomia od A do Z,* red. S. Sztaba, Wydawnictwo Akademickie i Profesjonalne, Warszawa 2007.
51. Engel-Babska E., *Ryzyko zatrudniania w prawie pracy,* Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2003.
52. Fabiańska K., Rokita J., *Planowanie rozwoju przedsiębiorstwa,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1984.
53. Filek J., *Społeczna odpowiedzialność biznesu jako nowa wersja umowy społecznej* w: Krytyczna Teoria Organizacji, red. nauk. W. W. Gasparski, W. Kieżun, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2020.
54. Filip P., *Formy alokacji kapitału w przedsiębiorstwie,* Wydawnictwo Państwowej Wyższej Szkoły Zawodowej im. Prof. Stanisława Targowskiego w Tarnobrzegu, Tarnobrzeg 2013.
55. Filis P., *Finansowa ocena inwestycji rzeczowych,* Wydawnictwo DIFIN, Warszawa 2016.
56. *Finanse przedsiębiorstwa,* red. J. Szczepański, L. Szyszko, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
57. *Finansowanie działalności gospodarczej w Polsce, wybrane aspekty,* red. nauk. I. Pruchnicka-Grabias, A. Szelągowska, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2006.
58. Flakiewicz W., J. Oleński, *Cybernetyka ekonomiczna,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1989.

59. Flienger W., *Podejście procesowe w modelowaniu informatycznych systemów ewidencji księgowej,* Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2010.
60. Frydenberg S., *Capital Structure Theories and Empirical Tests. An Overview* w: *Capital Structure and Corporate Financing Decisions,* red. H. K. Baker, G.S. Marin, John Wiley & Sons 2011.
61. Gabrusewicz W., *Metody analizy finansowej przedsiębiorstwa,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2019.
62. Gajdka J., Walińska E., *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka. Tom 2.,* Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2008.
63. Głodek Z., *Finanse przedsiębiorstwa. Długoterminowe decyzje inwestycyjne i finansowe,* Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa w Gorzowie Wielkopolskim, Gorzów Wielkopolski 2012.
64. Golawska-Witkowska G., Rzeczycka A., Zalewski H., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa,* Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz 2006.
65. Gołębiowski G., P. Szczepankowski, *Analiza wartości przedsiębiorstwa,* Wydawnictwo DIFIN, Warszawa 2007.
66. Gomułka Z., *Doskonalenie funkcjonowania organizacji,* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2009.
67. Gorczyńska M., Znaniecka K., *Zarządzanie finansami w przedsiębiorstwie,* Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Zarząd Główny w Warszawie, Centralny Ośrodek Szkolenia Zawodowego, Warszawa 2008.
68. Górska R., *Równowaga czy nierównowaga w ekonomii?,* VIZJA PRESS&IT, Warszawa 2015.
69. Grabowski J., *Możliwości identyfikacji i pomiaru ryzyka* w: *Odpowiedzialność, ryzyko i finansowanie działalności ze szczególnym uwzględnieniem sektora publicznego w Polsce,* Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2019.
70. Grabowski M., *Możliwości identyfikacji i pomiaru ryzyka* w: *Odpowiedzialność, ryzyko i finansowanie działalności, ze szczególnym uwzględnieniem sektora publicznego w Polsce*, red. nauk. P. Dec, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2019.
71. Grajewski P., *Koncepcja struktury organizacji procesowej,* TNOiK, Toruń 2003.
72. Grajewski P., *Organizacja procesowa,* Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.

73. Gruszecki T., *Współczesne teorie przedsiębiorstwa,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2002.
74. Gruszecki T., *Współczesne teorie przedsiębiorstwa,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2002.
75. Grzybowska A., Cudowska-Sojko A., *Kreacja wartości przedsiębiorstwa a konkurencyjność* w: Współczesne wyzwania rozwoju gospodarczego: polityka i kreacja potencjału. Cz. 1, Kreacja, innowacyjność, handel zagraniczny, red. E. Gruszewska, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2015.
76. Grzybowska K., *Reorganizacja przedsiębiorstw. Zarządzanie zmianą organizacyjną,* Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2010.
77. Grzywacz J., Jagodzińska-Komar E., *Płynność finansowa przedsiębiorstwa,* Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2021.
78. Grzywacz J., *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura,* Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012.
79. Grzywacz J., *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura,* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008.
80. Haffer M., *Znaczenie innowacji dla konkurencyjności przedsiębiorstw* w: *Czynniki wzrostu konkurencyjności przedsiębiorstw i regionów,* red. M. Haffer, W. Karaszewski, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2009.
81. Hoffman D. G., *New Trends in Operational Risk Measurement and Management*, Risk Books and Artur Andersen, London 1998.
82. Holska A., *Teoria podejmowania decyzji* w: *Zarządzanie, organizacyjne i organizowanie – przegląd perspektyw teoretycznych,* Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2016.
83. Iwaszczuk N., Brożyna M., *Wybrane rodzaje ryzyka operacji rynkowych – aspekty ekonomiczne i prawne,* Wydawnictwo AGH, Kraków 2022.
84. Iwaszczuk N., *Ryzyko w działalności gospodarczej*: definicje, klasyfikacje, zarządzanie, Wydawnictwo IGSMiE PAN, Kraków 2021.
85. Iwin-Grzywańska J., *Kapitał – kategoria finansowa* w: *Finanse przedsiębiorstwa,* red. P. Karpuś, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2006.
86. Jackowicz K., *Zarządzanie ryzykiem stopy procentowej. Metoda duracji.* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1999.

87. Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2006.
88. Jamka B., *Czynnik ludzki we współczesnym przedsiębiorstwie: zasób czy kapitał?* Oficyna a Wolters Kluwer Business, Warszawa 2011.
89. Janasz K., Janasz W., Wiśniewska J., *Zarządzanie kapitałem przedsiębiorstwa,* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2007.
90. Janasz W., *Zarządzanie kapitałem trwałym przedsiębiorstwa w gospodarce rynkowej,* Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 1993.
91. Jasiński A. H., *Innowacyjność polskiego przemysłu, 2006-2012: Był postęp czy nie?* w: *Innowacyjność. Uwarunkowania, strategie, wyzwania,* Wydawnictwo Placet, Warszawa 2014.
92. Jaworski J., Czerwonka L., *Struktura kapitału przedsiębiorstw w Polsce,* Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2022.
93. Jaworski J., *Teoria i praktyka zarządzania finansami przedsiębiorstw,* Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2010.
94. K. Dziworska, *Decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2000.
95. Kaczmarek T. T., *Zarządzanie ryzykiem. Ujęcie interdyscyplinarne.,* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2010.
96. Kaja J., *Polityka gospodarcza. Wstęp do teorii.*, SGH, Warszawa 2007.
97. Kalinowski M., *Ryzyko walutowe. Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie,* Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2012.
98. *Kapitałowa strategia przedsiębiorstwa,* red. nauk. J. Sobiech, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2002.
99. Karkowska R., *Ryzyko systemowe – charakter i źródła indywidualizacji w sektorze bankowym,* Wydawnictwo Wolters Kluwer S.A., Warszawa 2015.
100. Kasiewicz S., Rogowski W., Kicinska M., *Kapitał intelektualny,* Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
101. Kendall R., *Zarządzanie ryzykiem dla menedżerów,* Wydawnictwo Liber, Warszawa 2000.
102. Kerzner H., *Project Management. A systems approach to planning, scheduling and controlling*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2009.
103. Kicia M., Patterson R., *W poszukiwaniu kapitału. Praktyczny przewodnik*

zarządzania finansami firm., Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, Lublin 2016.

104. King J.L., *Operational Risk: Measurement and Modelling,* John Wiley & Sons, Chichester 2001.
105. Kisielnicki J., *Zarządzanie organizacją,* WSHiP, Warszawa 2004.
106. Kisielnicki J., *Zarządzanie projektami badawczo-rozwojowymi,* Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa 2013.
107. Kołosowska B., Tokarski A., Tokarski M., Chojnacka E., *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw,* Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
108. Kołosowska B., Tokarski A., Tokarski M., Chojnacka E., *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa 2014.
109. Kozarkiewicz A., *Modele współpracy międzyorganizacyjnej* w: *Międzyorganizacyjna rachunkowość zarządcza: zastosowania metod rachunkowości w zarządzaniu sieciami biznesowymi,* Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa 2014.
110. Kozubski J. J., *Wprowadzenie do badań operacyjnych,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2004.
111. Kożuch B., *Nauka o organizacji*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2007.
112. Krajewski M., *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwach,* ODDK, Gdańsk 2006.
113. Krzemińska D., *Finanse Przedsiębiorstwa,* Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 2005.
114. *Kształtowanie konkurencyjności i przewagi konkurencyjnej małych i średnich przedsiębiorstw,* red. naukowa A. Adamik, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011.
115. Kuc B. R., *Kontrola jako funkcja zarządzania,* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2009.
116. Kulas I., *Zarządzanie strategiczne* w: *Wybrane zagadnienia z podstaw zarządzania,* red. E. Niedzielski, Wydawnictwo Uniwersytetu Warmińsko-Mazurskiego w Olsztynie, Olsztyn 2006.
117. Kulińska E., *Zarządzanie ryzykiem w łańcuchu dostaw,* Logistyka nr 1, 2007.
118. Kunasz M., *Zarządzanie procesami,* Wydawnictwo VOLUMINA.PL Daniel Krzanowski, Szczecin 2010.
119. Kupiec L., *Otoczenie podmiotów gospodarczych* w: Rozwój przedsiębiorstwa –

szanse i rozwój, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Siedlcach, Siedlce 2008.

120. Kurek W., *Metody oceny rzeczowych przedsięwzięć inwestycyjnych,* Wydawnictwo Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów 2006.
121. Leśniewski M. A.¸ *Konkurencyjność przedsiębiorstw. Wybrane problemy,* TNOiK, Toruń 2011.
122. Letkiewicz A., *Gospodarowanie w transporcie samochodowym – wybrane zagadnienia,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2006.
123. Letkiewicz A., *Optymalizacja w procesie kształtowania wartości podmiotów gospodarczych* w: *Optymalna alokacja zasobów w systemach gospodarczych i gospodarujących,* red. nauk. A. Letkiewicz, M. Suchanek, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne Oddział w Gdańsku, Gdańsk 2014.
124. Letkiewicz A., *Samoregulacja w symetryzacji systemów przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2013.
125. Letkiewicz A., *Samoregulacja w symetryzacji systemów przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2013.
126. Lipka A., *Inwestycje w kapitał ludzki organizacji w okresie koniunktury i dekoniunktury,* Wydawnictwo Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010.
127. Łuczka T., *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie – wybrane aspekty mikro- i makroekonomiczne,* Wydawnictwo naukowe PWN, Warszawa – Poznań 2001.
128. Majecka B., *Behawioralne wartości stratyfikacji ekonomicznej,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2015.
129. Majecka B., Letkiewicz A., *Samoregulacyjne kształtowanie zachowań rynkowych przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2020.
130. Majecka B., *Zachowania organizacyjne przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2003.
131. Manikowski A., *Ryzyko w ocenie projektów gospodarczych – modele i metody analizy,* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2013.
132. Martyniak Z., *Nowe metody i koncepcje zarządzania,* Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2002.
133. Materska K., *Rozwój koncepcji informacji i wiedzy jako zasobu organizacji* w: *Od informacji naukowej do technologii społeczeństwa informacyjnego,* red. B. Sosinska-Kalata, M. Przastek-Samokowa, Stowarzyszenie Bibliotekarzy Polskich, Warszawa 2005.

134. Mentel G., *Value at risk w warunkach polskiego rynku kapitałowego,* Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2011.
135. Michalak A., *Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2007.
136. Michalak A., Jonek-Kowalska I., *Finansowanie inwestycji rozwojowych w górnictwie węgla kamiennego a wartość przedsiębiorstw górniczych,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2011.
137. Michalak A., *Kształtowanie efektywności w przedsiębiorstwie górniczym* w: *Strategiczne i operacyjne zarządzanie przedsiębiorstwem górniczym w kontekście teoretycznych i praktycznych uwarunkowań ekonomiczno-finansowych*, I. Jonek-Kowalska, A. Michalak, Wydawnictwo CeDewU, Warszawa 2020.
138. Michalski T., *Ryzyko w działalności człowieka,* w: *Podstawy ubezpieczeń. Mechanizmy i funkcje,* red. J. Monkiewicz, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2000.
139. Mielus M., *Informacyjny wymiar procesu decyzyjnego organizacji gospodarczej* w: *Zarządzanie zasobami informacyjnymi w warunkach nowej gospodarki*, red. R. Borowiecki, J. Czekaj, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2010.
140. Mikołajek-Gocejna M., *Cele przedsiębiorstwa* w: *Nauka o przedsiębiorstwie. Wybrane zagadnienia,* red. I. Lichniak, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2009.
141. Misztal P., *Zabezpieczenie przed ryzykiem zmiany kursu walutowego,* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2004.
142. Moczydłowska J. M., Korombeł A., Bitowska A., *Relacje jako kapitał organizacji,* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2017.
143. Motylska-Kuźma A., *Zarządzanie finansami organizacji z wykorzystaniem alternatywnych źródeł finansowania: rynek-ryzyko-procedury,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2019.
144. Mroziewski M., *Kapitał intelektualny współczesnego przedsiębiorstwa. Koncepcje, metody wartościowania i warunki jego rozwoju,* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2008.
145. Nahotko S., *Ryzyko ekonomiczne w działalności gospodarczej,* Oficyna Wydawnicza Ośrodka Postępu Organizacyjnego, Bydgoszcz 2001.
146. Nita B., *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
147. Noga B., Noga M., *Zarządzanie ryzykiem w procesie podejmowania decyzji ekonomicznych przez organizacje,* Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2019.

148. Nowak E., *Rachunkowość w zarządzaniu ryzykiem w przedsiębiorstwie* w: *Zarządzanie ryzykiem działalności przedsiębiorstwa,* red. E. Nowak, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010.
149. *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa,* red. nauk. A. Bielawska, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2009.
150. Obłój K., *Strategia organizacji*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
151. Oleszczuk D., Kowalczyk S., *Ryzyko prawne w działalności firm agrobiznesu* w: cykle życia i bankructwa przedsiębiorstw: praca zbiorowa, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2011.
152. *Organizacje uczące się,* red. K. Olejniczak, Wydawnictwo Naukowe SCHOLAR, Warszawa 2012.
153. Ostaszewski J., Cicirko T., Kremczyńska-Gigol K., Russel P., *Finanse spółki akcyjnej*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2009.
154. Ostwald M., *Podstawy optymalizacji konstrukcji*, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2005.
155. Penc J., *Strategie zarządzania – perspektywiczne myślenie systemowe działanie,* Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 2002.
156. Perechuda K., Chormiak-Orsa I., *Znaczenie kapitału relacyjnego we współczesnych koncepcjach zarządzania,* Zarządzanie i Finanse, Wydział Ekonomiczny, Uniwersytet Gdański, Gdańsk 2013.
157. Piasecki P., *Ekonomika i zarządzanie małą firmą,* Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
158. Pielichaty E., *Analiza duration w ocenie ryzyka stopy procentowej portfeli instrumentów finansowych o stałym dochodzie,* Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2012.
159. Pierścionek Z., *Zarządzanie strategiczne w przedsiębiorstwie,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2011.
160. Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B., *System finansowy w Polsce,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2003.
161. Piskarczyk Ł., *Ryzyko pracodawcy,* Wydawnictwo Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2008.
162. Plucińska A., Pluciński E., *Probabilistyka: statystyka matematyczna, procesy stochastyczne, rachunek prawdopodobieństwa,* Polskie Wydawnictwo Naukowe,

Warszawa 2017.

163. *Podstawy i metody zarządzania. Wybrane zagadnienia.*, red. E. Weiss, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie, Warszawa 2008.
164. *Podstawy nauki o organizacji. Przedsiębiorstwo jako organizacja gospodarcza.*, red. S. Marek, M. Białasiewicz Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2008.
165. Podszywałow A., *Wartości niematerialne i prawne* w: *Metody wyceny spółki.* Perspektywa klienta i inwestora, red. M. Panfil, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2009.
166. Pomykalska B., Pomykalski P., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Wskaźniki i decyzje w zarzadzaniu,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2017.
167. Probst G. J. B., *Organiser par l'auto-organisation*, EO, Paryż 1994.
168. *Przedsiębiorczość – podręcznik, wybrane zagadnienia*, red. Z. Makieła, Państwowa Wyższa Szkoła Techniczno-Ekonomiczna im. Ks. Bronisława Markiewicza w Jarosławiu, Jarosław 2011.
169. *Przedsiębiorstwo a narastająca niestabilność otoczenia,* red. nauk. R. Sobiecki, J. W. Pietrewicz, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2012.
170. *Przedsiębiorstwo usługowe. Zarządzanie.*, red. nauk. B. Filipiak, A. Panasiuk, Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2008.
171. *Przedsiębiorstwo. Drogi sukcesu rynkowego,* red. J. Żurek, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2016.
172. *Przedsiębiorstwo. Wartość. Zarządzanie.*, red. C. Suszyński, Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2007.
173. Radke M., *Nadmierny optymizm analityków sporządzających rekomendacje giełdowe w wycenach przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2023.
174. Radomska J., *Ryzyko operacyjne w procesie realizacji strategii przedsiębiorstw,* Wydawnictwo PWN, Wrocław 2017.
175. Rębilas R., *Finansowanie inwestycji przedsiębiorstw,* Wydawnictwo DIFIN, Warszawa 2014.
176. Robbins S., DeCenzo D., *Podstawy zarządzania,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002.
177. Rogowski W., A. Michalczewski, *Zarządzanie ryzykiem w przedsięwzięciach*

inwestycyjnych – ryzyko walutowe i ryzyko stopy procentowej, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.

178. Rogowski W., *Rachunek efektywności inwestycji. Wyzwania teorii i potrzeby praktyki,* Warszawa 2013.
179. Romanowska M., *Kształtowanie wartości firmy w oparciu o kapitał intelektualny* w: *System informacji strategicznej. Wywiad gospodarczy a konkurencyjność przedsiębiorstwa,* red. R. Borowiecki, M. Romanowska, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2001.
180. Różański J., *Inwestycje rzeczowe w procesach rozwojowych przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006.
181. Rutka R., *Organizacja przedsiębiorstw. Przedmiot projektowania,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2001.
182. Rutkowski A., *Zarządzanie finansami – wydanie IV zmienione,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2016.
183. Safin K., *Realizacja strategii przedsiębiorstwa w procesie zarządzania strategicznego* w: *Zarządzanie Strategiczne,* praca zbiorowa, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2000.
184. Senkus P., *Zarządzanie i dowodzenie z wykorzystaniem orientacji procesowej,* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2013.
185. Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2004.
186. Sierpińska-Sawicz A., *Cele finansowe w strukturze celów przedsiębiorstwa* w: *Aktualne problemy funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstw,* red. M. Kowalik, A. Sierpińska-Sawicz, Wydawnictwo Vizja-Press, Warszawa 2014.
187. Skowronek C., Sarjusz-Wolski Z., *Logistyka w przedsiębiorstwie,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1999.
188. Sobańska K., Sieradzan P., *Inwestycje Private Equity/Venture Capital,* Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2004.
189. Sobczyk G., Mącik R., *Ekonomika majątku obrotowego* w: *Ekonomika małych i średnich przedsiębiorstw,* red. R. Sobczyk, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2004.
190. Sokołowska A., *Zarządzanie kapitałem intelektualnym małym przedsiębiorstwem,* Fundacja promocji i Akredytacji Kierunków Ekonomicznych i Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa 2005.
191. Stabryła A., *Zarządzanie strategiczne w teorii i praktyce firmy,* Polskie

Wydawnictwo Naukowe, Kraków 2002.

192. *Strategie finansowe przedsiębiorstw wobec zmian na rynku kapitałowym,* red. nauk. G. Łukasik, J. Błach, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2019.
193. Sudoł S., *Przedsiębiorstwo przemysłowe. Ekonomika-Organizacja-Zarządzanie.,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1988.
194. Sudoł S., *Przedsiębiorstwo. Podstawy nauki o przedsiębiorstwie. Teorie i praktyka zarządzania*, TNOiK „Dom Organizatora, Toruń 1999.
195. Szałucki K., *Efektywność finansowa w teorii diagnozowania ekonomicznego* w: *Efektywność finansowa przedsiębiorstw w perspektywie podstawowych zagadnień teorii i praktyki diagnozowania ekonomicznego i funkcjonowania przedsiębiorstw*, red. K. Szałucki, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2016.
196. Szałucki K., *Przedsiębiorstwa transportowe – warunki i mechanizmy równowagi*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 1999.
197. Szałucki K., *Równowaga w funkcjonowaniu przedsiębiorstw transportowych,* Wydawnictwo Texter, Warszawa 2017.
198. Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2007.
199. Szczerbak M., *Ryzyko strategiczne działalności przedsiębiorstwa i możliwości jego ograniczania* w: *Ryzyko w działalności przedsiębiorstw – wybrane aspekty*, red. nauk. A. Fierla, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2009.
200. Szczęsny W., *Przesłanki decyzji finansowych w przedsiębiorstwie,* Wydawnictwo Difin, Warszawa 2019.
201. Śliż P., *Dojrzałość procesowa współczesnych organizacji w Polsce,* Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2018.
202. Śnieżek E., Wiatr M., *Interpretacja i analiza przepływów pieniężnych; Ujęcie sprawozdawcze i menedżerskie*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2017.
203. Świątkowski A. M., *Polskie prawo pracy,* Wydawnictwo Prawnicze Lexis Nexis, Warszawa 2003 A. M. Świątkowski, *Polskie prawo pracy*, Wydawnictwo Prawnicze Lexis Nexis, Warszawa 2003.
204. Tarczyński W., Mojsiewicz M., *Zarządzanie ryzykiem,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001.
205. Thlon M., *Charakterystyka i klasyfikacja ryzyka w działalności gospodarczej,* Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2013.

206. Thlon M., *Podstawy zarządzania ryzykiem operacyjnym,* Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2016.
207. Thlon M., *Zarządzanie ryzykiem operacyjnym przedsiębiorstwa. Metoda szacowania ryzyka delta-EVT,* Monografie. Prace Doktorskie nr 15, Uniwersytet Ekonomicznych w Krakowie, Kraków 2012.
208. Tokarz-Kocik A., Ryzyko motywacyjne w gospodarowaniu kapitałem ludzkim w hotelarstwie. Ujęcie ekonomiczne, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2017.
209. Trzcieliński S., Adamczyk M., Pawłowski E., *Procesowa orientacja przedsiębiorstwa, Wydawnictwo* Politechniki Poznańskiej, Poznań 2013.
210. Ujwary-Gil A., *Kapitał intelektualny a wartość rynkowa przedsiębiorstwa,* Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009.
211. von Bertalanffy L., *Ogólna teoria systemów. Podstawy, rozwój, zastosowania*, Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1984.
212. Waters D., *Zarządzanie operacyjne. Towary i usługi,* Wydawnictwo PWN, Warszawa 2001.
213. Wawrzyniak D., *Bezpieczeństwo bankowości elektronicznej* w: *Bankowość elektroniczna*, red. A. Gospodarowicz, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2005.
214. Weber M., *Gospodarka i społeczeństwo,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2002.
215. Wersty B., *Podstawy analizy decyzyjnej w zarządzaniu przedsiębiorstwem,* Wydawnictwo Wyższej Szkoły Zarządzania we Wrocławiu, Wrocław 2001.
216. Wędzki D., *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego,* Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
217. Wilimowska Z., Wilimowski M., *Sztuka zarządzania finansami,* Oficyna Wydawnicza Ośrodka Postępu Organizacyjnego, Bydgoszcz 2001.
218. Williams Jr. C. A., Smith M. L., Young P. C., *Zarządzanie ryzykiem a ubezpieczenia,* Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2002
219. Wiśniewska J., *Aktywność patentowa w praktyce funkcjonowania przedsiębiorstw w Polsce* w: *Procesy rozwoju przedsiębiorstw w konkurencyjnym i innowacyjnym otoczeniu,* red. J. Kaczmarek, P. Litwa, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2016.
220. Witkowski M., *Ryzyko gospodarcze i jego pomiar – zagadnienia wybrane,*

Państwowa Zawodowa im. Prezydenta Stanisława Wojciechowskiego w Kaliszu, Kalisz 2009.

221. Wojtysiak-Kotlarski M., *Teoria Przedsiębiorstwa a koncepcje zarządzania i praktyka biznesu,* Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2011.
222. Wróblewski J., *Metodyka pomiaru ryzyka personalnego* w: *Koszty jakości zarządzania kapitałem ludzkim a ryzyko personalne,* red. A. Lipka, S. Waszczak, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach, Katowice 2009.
223. Wrzosek S., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw,* Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2006.
224. Zaborowski M., *Model informacyjno-decyzyjny zarządzania zasobami* w: *Zarządzanie zasobami w przedsiębiorstwie,* red. M. Lisiński, Wyższa Szkoła Biznesu w Dąbrowie Górniczej, Dąbrowa Górnicza 2006.
225. Zadora H., *Strategie przedsiębiorstwa a ryzyko* w: *Strategie finansowe przedsiębiorstw w sytuacjach ryzykownych,* praca zbiorowa pod red. nauk. G. Łukasik, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach, Katowice 2004.
226. Zalega T., *Mikroekonomia współczesna – zbiór zadań,* Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2015.
227. Zaleska M., *Ocena ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa przez analityka bankowego,* Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2005.
228. Zaliwski A., *Korporacyjne bazy wiedzy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2000.
229. Zapłata S., Kaźmierczak M., *Ryzyko, ciągłość biznesu, odpowiedzialność społeczna – nowoczesne koncepcje zarządzania,* Oficyna Wydawnicza a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011.
230. *Zarządzanie procesami biznesowymi*. *Aspekt metodyczny.*, red. J. Czekaj, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2009.
231. *Zarządzanie ryzykiem działalności organizacji,* red. J. Monkiewicz, L. Gąsiorkiewicz, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2010.
232. *Zarządzanie ryzykiem operacyjnym*, red. nauk. Staniec I., Zawiła Niedźwiecki J., Wydawnictwo. C.H. Beck, Warszawa 2008.

233. *Zarządzanie zasobami w przedsiębiorstwie,* red. M. Lisiński, Wyższa Szkoła Biznesu, Dąbrowa Górnicza 2006.
234. Zawiła-Niedźwiecki J., *Ciągłość działania organizacji,* Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2008.
235. Zawiła-Niedźwiecki J., *Zarządzanie ryzykiem operacyjnym w zapewnianiu ciągłości działania organizacji,* Edu-Libri, Kraków-Warszawa 2013.
236. Zielonka P., *Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych,* Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2006.
237. Ziemba E., Mnich M., *Informacja i wiedza w przedsiębiorstwie* w: *Informatyka. Strategie i zarządzanie wiedzą*, Red. J. Oleński, Z. Olejniczak, J.S. Nowak Katowice: Polskie Towarzystwo Informatyczne.
238. Żelazny R., *Gospodarka wiedzy i informacji,* Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2020.
239. Żelichowska M., *Ekonomika przedsiębiorstwa,* Wydawnictwo Politechniki Śląskiej, Gliwice 2013.
240. Żurek J., *Przedsiębiorstwo. Zasady działania, funkcjonowanie, rozwój.*, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2007.

Artykuły

1. Adamczyk A., Waśniewski P., *Czy istnieje nadpłynność? Analiza związku między płynnością a rentownością,* Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 2 (92), Mierzenie i Ocena Wyników Przedsiębiorstw, 2018.
2. Andrzejewski M., *Ryzyko zgodności (Compliance) jako metoda ograniczania ryzyka działalności firm,* Acta Universitatis Lodziensis, Folia Oeconomica 265, 2012.
3. Antonowicz P., *Długość cyklu inkasa należności i rotacji zapasów w przedsiębiorstwach na trzy lata przed sądowym ogłoszeniem upadłości,* Problemy Zarządzania 9/1, 2011.
4. Bedla A., *Czynniki ryzyka wpływające na proces łączenia się spółek kapitałowych w branży ciepłowniczej,* Zeszyty Naukowe Instytutu Gospodarki Surowcami Mineralnymi i Energią Polskiej Akademii Nauk, nr 89, 2015.
5. Bełdowski J., Sześciło D., *Stan wymiaru sprawiedliwości w Polsce na świetle międzynarodowych badań porównawczych,* Monitor Prawny Dodatek, nr 3, 2010.
6. Bem D., *Amortyzacja podatkowa środków trwałych oraz wartości niematerialnych*

i prawnych jako źródło finansowania wewnętrznego, metody amortyzacji, problemy, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH, nr 82, 2007.

7. Bentkowska K., *Wpływ instytucji formalnych na działalność przedsiębiorstw,* Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa nr 3, 2018.
8. Białas M., *Ryzyko w działalności przedsiębiorstwa,* Zeszyt Naukowy Wyższej Szkoły Zarządzania i Bankowości w Krakowie, nr 30, Kraków 2013.
9. Białasiewicz M., *Rozwój przedsiębiorstw. Modele, czynniki, strategie.* Rozprawy i studia Uniwersytetu Szczecińskiego, tom 414, Szczecin 2002.
10. Białek-Jaworska A., Dzik A., Nehrebecka N., *Wpływ polityki monetarnej na źródła finansowania przedsiębiorstw w Polsce w latach 1995-2012,* Materiały i Studia nr 304, Narodowy Bank Polski, Instytut Ekonomiczny, Warszawa 2014.
11. Biesaga-Słomczewska E. J., Iwańska-Knop K., *Marketing wewnętrzny (MW) i public relations (PR) w realizacji funkcji personalnej,* Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach nr 313, 2017.
12. Bijańska J., Wodarski K., *Risk Management in the planning of development projects in the industrial enterprises,* Metalurgija, 53, nr 2, 2014.
13. Bingham C. B., Eisenhardt K. M., *Position, Leverage and Opportunity: A Typology of Strategic Logics Linking Resources with Competitive Advantage,* Managerial and Decision Economics, Vol. 29, 2008.
14. Błach J., *Teoria struktury kapitału,* Finanse: Czasopismo Nauk o Finansach PAN nr 1 (1), 2009.
15. Bochenek M., *Ewolucja poglądów na temat wartości od starożytności do współczesności,* Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach nr 259, 2016.
16. Bochenek M., *Kilka refleksji na temat kryzysu, ryzyka i niepewności,* Roczniki Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Toruniu nr 11, 2012.
17. Bochenek M., *Ryzyko i niepewność w naukach ekonomicznych – rozważania semantyczne,* Ekonomia – Economics nr 4(21), 2012.
18. Bochenek M., *The use of brand to build a competitive advantage of contemporary companies,* Ekonomia i prawo, red. B. Polaszkiewicz, J. Boehlke, vol. 13, No. 2/2014.
19. Bolek M., Wolski R., *Związek cyklu konwersji gotówki ze wskaźnikami płynności przedsiębiorstw notowanych na GPW w Warszawie,* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Zarządzenie finansami firm: teoria i praktyka nr

158, Wrocław 2011.

20. Borsuk M., *Implikowany koszt kapitału własnego w polskim sektorze bankowym,* Zarządzanie i finanse, t. 15, 2017.
21. Brzozowska A., Gross-Gołecka E., Simon G., Kusterska-Jefmańska M., Jefmański B., *A perspective on the benefits of diversity management in organizations,* Polish Journal of Management Studies, t. 28, 2023.
22. Brzozowska A., *Information management in dynamic business environment – a case study of fractal organisations,* Folia Oeconomica. Acta Universitatis Lodziensis nr 2 (367), 2024.
23. Brzozowska A., Kabus J., *Determinants of enterprises innovativness in the light of empirical studies – case studies of Austria and Poland,* Scientific Papers of Silesian University of Technology, vol. 116, 2018.
24. Brzozowska A., Kabus J., *Źródła podejmowania decyzji w e-usługach,* Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej z. 86, 2015.
25. Buczkowska A., *Cele przedsiębiorstwa a pomiar jego dokonań,* Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 684, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 45, 2012.
26. Bukh P. N., Nielsen C., P. Gormsen, Mouritsen J., *Disclosure of Information on Intellectual Capital in Danish IPO Prospectuses,* Accounting Auditing & Accountability Journal, Vol. 18 (6), 2005.
27. Bukłaha E., *Controlling projektów w organizacjach działających w Polsce – wyniki badań,* Studia i prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt naukowy nr 136, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2016.
28. Cezary K., *Ocena gospodarowania środkami trwałymi w przedsiębiorstwie produkcyjnym,* Zeszyty Naukowe Ostrołęckiego Towarzystwa Naukowego vol. 24, 2010.
29. Christofidis C., Debande O., *Financing innovating firms through venture capital,* European Investment Bank, Luksemburg 2001.
30. Collis D., Montgomery C., *Competing on Resources Strategy in the 1990s,* Harvard Business Review, July-August 1995.
31. Culp C., *Contingent Capital: Integrating Corporate Financing and Risk Management Decisions,* Journal of Applied Corporate Finance, 2002 Spring.
32. Czerny J., *Przedsiębiorstwo jako system dążący do homeostazy,* Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości, Tom 56 (112),

Warszawa 2010.

33. Czerny J., *Przedsiębiorstwo jako system dążący do homeostazy,* Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości, Tom 56 (112).
34. Czerwińska-Kayezer D., *Alternatywne źródła finansowania długoterminowego w małych i średnich przedsiębiorstwach,* Roczniki Akademii Rolniczej w Poznaniu, Ekonomia 5, 2006.
35. Czerwonka L, Jaworski J., *Determinanty struktury kapitału przedsiębiorstw. Przegląd literatury,* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 479, Wrocław 2017.
36. Czyżowska J., *Wybrane aspekty zarządzania ryzykiem w działalności inwestycyjnej przedsiębiorstwa* w: *Przedsiębiorstwo & finanse,* Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania kwartalnik 1(12), 2016.
37. Czyżowska J., *Wybrane aspekty zarządzania ryzykiem w działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw,* Przedsiębiorstwo & Finanse kwartalnik nr 1 (12), 2016.
38. Daszkiewicz M., Waniowski P., *Relacje z klientami w tworzeniu przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstw,* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego, we Wrocławiu, nr 33, 2008.
39. Dąbrowski J., *Metodyczne aspekty pomiaru efektywności przedsiębiorstw portowych,* Studia i Materiały Instytutu Transportu i Handlu Morskiego, nr 9, 2012.
40. Duliniec A., *Kapitał obcy w finansowaniu przedsiębiorstw – wyniki badań polskich spółek handlowych,* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 172, 2011.
41. Duliniec A., *Koszt kapitału w teorii i praktyce przedsiębiorstw,* Gospodarka Narodowa, vol 254 (3), 2012.
42. Duliniec A., *Wybór finansowania a optymalna struktura kapitału w przedsiębiorstwie,* Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 855, Finanse, Rynki, Ubezpieczenia nr 74, t. 2, 2015.
43. Dytwald J. A. Dytwald, *Zasoby przedsiębiorstwa,* „Przegląd organizacji" nr 3, 1996.
44. Escher I., *Adaptacja organizacji i jej elementy z perspektywy ujęcia systemowego,* Acta Universitatis Nikolai Copernici, Zarządzanie XXXIX, Zeszyt 407, Toruń 2012.
45. Fan J. P., Titman S., Twite G., *An international comparison of capital structure and debt maturity choices,* Journal of Financial and Quantitive Analysis, 47 (1), 2012.

46. Ficoń K., *Dwupoziomowy model cybernetyczny zarządzania przedsiębiorstwem,* Systemy Logistyczne Wojsk nr 44, 2016.
47. Figura P., *Zależność pomiędzy wielkością przedsiębiorstwa a strukturą źródeł finansowania,* Marketing i Zarządzanie, (2) 43, 2016.
48. Filip P., *Działalność Inwestycyjna w procesach rozwojowych przedsiębiorstw,* Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 540, Szczecin 2009.
49. Frishammar J., *Organizational Environment Revisited. A Conceptual Review and Integration,* International Studies of Management & Organization, vol. 36, no. 3, 2006.
50. Fu W., Deschpande S. P., *The impact of Caring Climate, Job Sastisfaction, and Organizational Commitment on Job Performance of Employees in China's Insurance Company,* Journal of Business Ethics, No. 124.
51. Gamińska R., *Psychologiczne aspekty podejmowania decyzji a rachunkowość zarządcza,* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 440, 2016.
52. Głuszek E., *Zasoby niematerialne w świetle kryteriów rynkowych warunkujących generowanie przewagi konkurencyjnej* w: Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 886, Wrocław 2001.
53. Gross-Golecka E., Brzozowska A., Balcerzyk R., El Emary I. M. M., *Barriers to sustainable management of organizational intellectual capital,* Marketing and Management of Innovations 15 (1), 2024.
54. Gruziel K., *Istota i założenia optymalizacji podatkowej – wybrane aspekty*, Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej nr 77, 2009.
55. Grylik M., *Zarządzanie ryzykiem walutowym* w: *Polska w gospodarce europejskiej*, red. W. Michalczyk, *Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej* im. Oskara Langego we Wrocławiu, nr 887, Wrocław 2001.
56. Grzegorzewska-Ramocka E., *Cele ekonomiczne i społeczne przedsiębiorstwa,* Gospodarka Narodowa vol. 233, 2009.
57. Grzybowska K., *Organizacja jako system otwarty i dynamiczny* w: *Zmiana warunkiem sukcesu: dynamika zmian w organizacji – ewolucja czy rewolucja*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 1141, 2006.
58. Hościłowicz E., Hościłowiecz P. K., *Źródła pozyskania kapitału w przedsiębiorstwie,* Przedsiębiorstwo & Finanse vol. 4, 2019.

59. Iwin-Garzyńska J., *Akumulacja wewnętrzna kapitału na tle teorii finansowania przedsiębiorstw,* Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Zarządzanie finansami firm: teoria i praktyka nr 1109, 2006.
60. Iwin-Garzyńska J., *Nowe oblicza optymalizacji podatkowej w Polsce,* Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, nr 5 (83), 2016.
61. Janasz K., *Determinanty struktury kapitału w przedsiębiorstwie,* Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 21, 2011.
62. Janasz K., *Kapitał jako podstawa rozwoju przedsiębiorstwa*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania vol. 1, Szczecin 2008.
63. Janasz W., *Proces innowacyjny i jego specyficzne cechy* w: W. Janasz, J. Janasz, A. Świdek, J. Wiśniewska, *Strategie innowacyjne przedsiębiorstw,* Rozprawy i Studia CDXLV/371, 2001.
64. Jewgieniewicz Kantor W., Jewgieniewicz Kuracz A., *Uwzględnienie ryzyka w procesie opracowywania strategii rozwoju przedsiębiorstwa,* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 116, Wrocław 2010.
65. Jędrzejczyk W., *Pozaekonomiczne czynniki ludzkich zachowań w teoriach ekonomicznych i ich wpływ na funkcjonowanie przedsiębiorstw,* Zeszyty Naukowe. Organizacja i Zarządzanie, Politechnika Łódzka, z. 51, 2013.
66. Jóźwicki R., Trippner P., *Istota i formy finansowania działalności przedsiębiorstw,* Przegląd Papierniczy, R. 62, nr 9.
67. Juszczyk S., Tymińska M., *Sterowanie zapasami materiałowymi firmy – aspekty ekonomiczne i organizacyjne,* Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej, nr 76, Warszawa 2009.
68. Kabut M., Malesa T., *Funkcjonowanie przedsiębiorstwa a otoczenie prawne na przykładzie branży samochodowego transportu ładunków,* Acta Universitatis Nicolai Copernici, Zarządzanie, 42 (3), 2015.
69. Kacała J., Wierzbic A., Kołaczyk E., *Kluczowe determinanty kształtowania struktur i regulacji w systemie zarządzania przedsiębiorstwem,* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 178, Wrocław 2011.
70. Kaczorowski M., *Cykl konwersji gotówki a upadłość przedsiębiorstw,* Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 30, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Makro- i mikroekonomiczne zagadnienia gospodarowania, finansowania, zarządzania, Szczecin 2012.

71. Kaczorowski M., *Cykl konwersji gotówki a upadłość przedsiębiorstw,* Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, 2012, nr 30.
72. Kasprzyk-Czelej A., *Determinanty inwestycji przedsiębiorstw,* Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia nr 2, Lublin 2013.
73. Kaszowska J.A., Santos J. L., *Rola percepcji ryzyka i niepewności w ocenie ryzyka systemowego. Podejście symulacyjne ABM,* Ekonomista, nr 4, 2017.
74. Kieżel M., Kwiecień A., Kapitał relacyjny i customer relationship management w kontekście tworzenia wartości (z uwzględnieniem specyfiki sektora bankowości detalicznej), Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, nr 55(736), 2012.
75. Kobyłko G., *Informacyjne i poznawcze uwarunkowania równowagi organizacyjnej,* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu no. 340, Wrocław 2014.
76. Koch J., *Innovation, organisationale Routinen und strategische Pfade,* Zeitschrift fur Management 4, 2009.
77. Komajda E., *Koszt kapitału obcego w przedsiębiorstwie*, Przegląd organizacji, nr 12, 2001.
78. Kotlar J., Fang H., De Massis A., Frattini F., *Profitability Goals, Control Goals, and the R&D Investment Decisions of Family and Non-Family Firms,* Journal of Product Innovation Management, 31, 2014.
79. Kowalczewski W., *Przedsiębiorstwo w teorii ekonomicznej i praktyce gospodarczej,* Zeszyty Naukowe Uczelni Warszawskiej im. Marie Skłodowskiej – Curie, Warszawa 2013.
80. Kozar Ł., *Zarządzanie ryzykiem środowiskowym w przedsiębiorstwie jako kierunek wspierania budowy zielonej gospodarki,* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 470, Wrocław 2017.
81. Kruk S., *Rentowność jako kryterium oceny efektywności gospodarowania przedsiębiorstwa,* Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 5/2017 (89), 2017.
82. Krzeszowski W., *Identyfikacja i analiza ryzyka przyszłych przepływów pieniężnych,* Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu. Finanse i bankowość nr 972 (11), 2003.
83. Kubiak J., Nowaczyk T., *Swoboda działalności gospodarczej a system zasilania kapitałowego przedsiębiorstw,* Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny,

zeszyt nr 3, 2005.

84. Kunasz M., *Zasoby przedsiębiorstwa w teorii ekonomii,* Gospodarka Narodowa, nr 211, 2006.
85. Letkiewicz A., *Innowacyjność regulacyjna w systemach funkcjonalnych przedsiębiorstw* w: *Innowacje przedsiębiorstwa – standard XXI wieku,* red. J. Fryca, T. Nowosielski, PTE w Gdańsku, Gdańsk 2011.
86. Letkiewicz A., *Sprawność regulacyjna a konkurencyjność przedsiębiorstw* w: *Innowacje i jakość jako czynniki konkurencyjności przedsiębiorstwa.* red. A. Strychalska-Rudzewicz, Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie, Wydział Nauk Ekonomicznych, Olsztyn 2007.
87. Letkiewicz A., *Zasady finansowego regulowania funkcjonowania przedsiębiorstw transportu publicznego,* Studia Ekonomiczne/Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach nr 143, 2013.
88. Lewandowski J., *Ryzyko inwestycji w kapitał ludzki,* Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, nr 39, T. 3, 2015.
89. Łach K., *Efekt dźwigni finansowej a struktura źródeł finansowania przedsiębiorstw w Polsce w latach 2005-2018,* Zeszyty Naukowego SGGW Polityki Europejskie, Finanse, Marketing, Warszawa 2020.
90. Łukasik G., *Model analizy działalności operacyjnej przedsiębiorstwa i jego wykorzystanie w procesie decyzyjnym,* Zeszyty Naukowe Wydziału Zarządzania GWSH nr 18/2022, Katowice 2022.
91. Łukasik G., Naczyński D., *Rola struktury kapitału w kształtowaniu wartości przedsiębiorstwa (elementy teorii, doświadczenia praktyki),* Ekonomia i organizacja gospodarki żywnościowej. Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego, vol. 112, Warszawa 2015.
92. Małkowska-Borowczyk M., *Wpływ otoczenia na wybory strategiczne przedsiębiorstw,* Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, nr 134, 2010.
93. Mandziuk R., Nawra P., Ossowska J., *Inwestycje rzeczowe przedsiębiorstw,* Finanse, Rynki Finansowe Ubezpieczenia nr 1 (79), 2016.
94. Masiukiewicz P., *Sprawność jako kryterium oceny zarządzania,* Prakseologia i Zarządzanie, Zeszyty Naukowe Prakseologii nr 2, 2017.
95. Matysiak A., *Własność i kapitał,* Studia Ekonomiczne Zeszyty Naukowe

Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach nr 260, 2016.

96. Mączyńska E., Pysz P., *Społeczna gospodarka rynkowa i jej współczesne znaczenie*, Biuletyn PTE, nr 2 (73), 2016.
97. Mądra-Sawicka M., *Samofinansowanie inwestycji przedsiębiorstw przetwórstwa spożywczego a poziom ich efektywności,* Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oceonomia, vol. 51, nr 6, 2017.
98. Michalak A., *Cost of capital and risk in management and quality science,* Scientific Papers of Silesian University. Organization and Management, no. 142, 2020.
99. Michalak A., *Parametry efektywności w cyklu życia inwestycji,* Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej. Organizacja i Zarządzanie, z. 66, 2013.
100. Michalski G., *Optymalny poziom płynności finansowej – propozycja wyznaczania*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu. Finanse i Bankowość, nr 970 (10), 2003.
101. Mikołajewicz G., *Społeczna odpowiedzialność biznesu (CSR), etyka biznesu i wartości korporacyjne,* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu 271, Wrocław 2012.
102. Mirońska D., *Zachowania nabywców na rynku. Trendy i wpływ na działanie przedsiębiorstw, „*International Journal of Management and Economics" 27, 2010.
103. Moingeon B., Rammanstsoa B., *An identity study of firm mergers: the case of French savings bank,* Case Method Research and Applcation, red. H.E. Klein, Vol. VII, WACRA, Needham, Ma, 1995.
104. Motylska-Kuźma A., Wieprow J., *Psychologiczne aspekty podejmowania decyzji finansowych w przedsiębiorstwie,* Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, nr 1 (85), 2017.
105. Niedzielski E., *Stałość i zmienność w teorii i praktyce zarządzania,* Zarządzanie Przedsiębiorstwem, Polskie Towarzystwo Zarządzania Produkcją, nr 4, 2013.
106. Olszewska M., *Wybrane determinanty podejmowania działań pozaekonomicznych przez przedsiębiorstwa,* Myśl Ekonomiczna i Polityczna nr 4, 2014.
107. Oppenheim Ch., Stenson J., *Studies on information as an asset,* Journal of Information Science vol. 29 (3), 2003.
108. Orliński B., *Czynniki kształtujące przepływy pieniężne z działalności operacyjnej,* Studia Oeconomica Posnaniesia, nr 12 (1), 2013.
109. Otola I., *Analiza dynamiki otoczenia w świetle wyboru strategii przedsiębiorstwa,* Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej. Organizacja i Zarządzanie, z. 113, 2017.

110. Pacholski L., Węgrzyn B., *Sześć barier wprowadzania TQM w przedsiębiorstwie produkcyjnym,* Organizacja i Zarządzanie nr 30, 2001.
111. Paździor, A. *Wpływ premii za ryzyko na opłacalność przedsięwzięć inwestycyjnych,* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 98, 2010.
112. Piątkowska J., *Czynniki optymalizacji struktury kapitału. Praktyczna weryfikacja.,* Współczesne Finanse. Teoria i Praktyka, nr 1/2017 (2).
113. Piśniak M., *Ryzyko w teorii podejmowania decyzji,* Zeszyty Naukowe Politechniki Częstochowskiej Zarządzanie nr 19, 2015.
114. Pońsko P., *Konsumpcja, spowolnienie gospodarcze i awersja do strat,* Bank i kredyt nr 41 (2), 2010.
115. Radomska J., *Inkoherencja relacji pomiędzy ryzykiem strategicznym a operacyjnym w zarządzaniu strategicznym,* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 444, 2016.
116. Robinson A. D., Fert I., Brod M. A., *Mezzanine finance: Overview,* Practical Law Company 2011.
117. Rokita S., *Możliwości wykorzystania klasyfikacji działalności badawczo-rozwojowej w zarządzaniu przedsiębiorstwem,* Modern Management Review, vol. 19 (XIX), nr 21 (4), 2014.
118. Sajnóg A., *Zysk całkowity a rentowność kapitału własnego przedsiębiorstwa,* Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, nr 263, Katowice 2016.
119. Sawicki M., *Postrzeganie ryzyka,* Builder vol. 19 (12), 2015.
120. Shimpi P., *Integrating Risk Management and Capital Management,* „Journal of Applied Corporate Finance", 2002 Winter.
121. Skowronek-Mielczarek A., *Zasoby w rozwoju przedsiębiorstwa* w: *Studia i prace kolegium zarządzania,* Zeszyt Naukowy 121, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2012
122. Skrobacki A., *Ryzyko i zaufanie jako czynniki rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw prywatnych,* Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, nr 3, 2007.
123. Skrobacki A., *Ryzyko i zaufanie jako czynniki rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw prywatnych,* Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, nr 3, 2007.
124. Sołtysik L., *Ryzyko operacyjne – nowe wyzwania,* Rynek Terminowy 1, 2001.

125. Strybała A., *Kontekst ekonomiczny bezpieczeństwa i ryzyka w zarządzaniu projektami działalności biznesowej,* Zeszyty Naukowe Wydziału Zarządzania Górnośląskiej Wyższej Szkoły Handlowej.
126. Strybała A., *Metodyka doskonalenia struktur organizacyjnych przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem ujęcia procesowego,* Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie, nr 1 (11), 2008.
127. Suchanek M., *Sztuczne sieci neuronowe w badaniach operacyjnych przedsiębiorstw transportowych,* Zeszyty Naukowe Wydziału Ekonomicznego Uniwersytetu Gdańskiego, Ekonomika Transportu i Logistyka, nr 53, 2014.
128. Szlachcic B., *Analiza ryzyka i zarzadzania ryzykiem jako element systemu zarządzania kryzysowego w organizacji,* Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Przyrodniczo-Humanistycznego w Siedlcach nr 103, 2014.
129. Szlązak S., Szlązak W., *Zarządzanie majątkiem obrotowym,* Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomiczno-Społecznej w Ostrołęce, nr 4, 2007.
130. Szwajca D., *Źródła i determinanty ryzyka reputacji firmy,* Marketing i rynek, nr 10, 2013.
131. Tavor T., *The theoretical attitude and actual behavior of an individual towards risk,* Journal of Behavioral and Experimental Finance, vol. 23, 2019.
132. Tkaczyk T., *Przemiany w interpretacji kategorii procesu gospodarowania. Wybrane zagadnienia.* w: *Holistyczne pośrednictwo finansowe,* red. nauk. J. K. Solarz, E. Klamut, Przedsiębiorczość i Zarządzanie, Wydawnictwo SAN, Tom XX, Zeszyt 1 cz. 1, Łódź-Warszawa 2019.
133. Tworzydło D., *Obszary badawcze w zakresie planowania oraz realizacji działań wewnętrznego i zewnętrznego Public Relations,* Marketing Instytucji Naukowych i Badawczych, 2018.
134. Urbanowska – Sojkin E., *Społeczny wymiar ryzyka – związki między kapitałem społecznym przedsiębiorstwa i jego sprawnością strategiczną,* Zeszyty Naukowe Politechniki Łódzkiej, nr 1147, 2013.
135. Urbanowska-Sojkin E., *Kolonizacja ryzyka wdrażania strategii w przedsiębiorstwach,* Organizacja i Kierowanie, nr 2, 2022.
136. Urbanowska-Sojkin E., *Orientacja na ryzyko w procesie podejmowania decyzji strategicznych*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 39, 2015.
137. Urbanowska-Sojkin E., *Ryzyko w zarządzaniu strategicznym,* Zeszyty Naukowe

Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu nr 235, Poznań 2012.

138. Vasilescu-Giurca L., *Mezzanine debt: benefits or drawbacks for firm's financing?*, Revista Tinerilor Economisti, 2009.
139. Weseli A., *Jak minimalizować koszy utrzymania zapasów,* Sieć Badawcza Łukasiewicz – Poznański Instytut Technologiczny, Logistyka nr 1, 2003.
140. Wieprow J., *Ocena efektywności inwestycji rzeczowych za pomocą NPV,* Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu, nr 6 (38), Wrocław 2013.
141. Wierzbic A., *Wzrost rozwoju przedsiębiorstwa – przegląd koncepcji teoretycznych,* Nauki o zarządzaniu nr 8, 2011.
142. Więcławski J., *Wykorzystanie mezzanine capital do pokonywania luki kapitałowej,* Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 1109, 2006.
143. Wilk J., *Symulacyjny model kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa,* Prace Naukowe Instytutu Organizacji i Zarządzania nr 75, Politechnika Wrocławska, Wrocław 2004.
144. Wojtasik A., *Regulacje międzynarodowe i rozwiązania wewnętrzne w zarządzaniu ryzykiem prawnym na rynku instrumentów pochodnych,* Rynek Terminowy, nr 20, 2003.
145. Woźniak J., *Ryzyko w zarządzaniu współczesną organizacją* w: *Mapa ryzyka w zarządzaniu organizacją. W kierunku organizacji opartej na innowacjach i kulturze ryzyka,* red. J. Woźniak, W. Wereda, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2018.
146. Zakrzewska-Bielawska A., *Relacje między strategią a strukturą organizacyjną, w przedsiębiorstwach sektora wysokich technologii,* Zeszyt Naukowy nr 1095, Wydawnictwo Politechniki Łódzkiej, Łódź 2011.
147. Zakrzewski B., Zakrzewska D., *Przedsiębiorstwo produkcyjne i procesy realizowane w sferze produkcji*, Logistyka nr 3, 2014.
148. Zaleśkiewicz T., *Beyond risk seeking and risk aversion: Personality and the dual nature of economic risk taking*, „European Journal of Personality", vol. 15, 2001.
149. Zawistowski T., *Procesowe zarządzanie organizacją,* Problemy Jakości, nr 9, 2001.
150. Zimon G., *Kapitał obrotowy a ryzyko utraty płynności finansowej,* Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 4/2016 (82), cz.1, Szczecin 2016.
151. Zuzek D. K., *Społeczna odpowiedzialność biznesu a zrównoważony rozwój przedsiębiorstw,* Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie, T.21, Nr 2, Grudzień 2012.

152. Żwirbla A., *Próg rentowności a ocena siły dochodowej przedsiębiorstwa,* „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości", tom 74 (130), Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2013.

Źródła internetowe

1. Strona internetowa OECD: http://www.oecd.org (dostęp: 20.01.2018).
2. *Słownik Języka Polskiego* – hasło: kapitał, https://sjp.pwn.pl/slowniki/kapitał.html (dostęp: 22.08.2023 r.)
3. Basel Committee on Banking Supervision, *International convergence of capital measurement and capital standards,* Basel 2006 https://www.bis.org/publ/bcbs128.pdf (dostęp: 3.10.2024 r.).
4. Hofman-Bang P., Henrik M., *IC Rating na tle innych metod oceny kapitału intelektualnego,* E-mentor, nr 4 (11), 2005, https://e-mentor.pl/artykul/index/numer/11/id/193 (dostęp: 10.11.2024 r.).
5. Famulski T., *Uzasadnienie wybranych regulacji prawnych na gruncie behawioralnej ekonomiczne analizy prawa,* Internetowy Przegląd Prawniczy, nr 8(38), 2017, http://www.tbsp.wpia.uj.edu.pl/documents/4137545/137327153/IPP_2017_8/9bfa5579-3ead-4acb-9705-e6f45ea5fe1e#page=54 (dostęp: 10.08.2025 r.).

Inne

1. *Ustawa z dnia 16 grudnia 2010 r. o publicznym transporcie zbiorowym*, tekst jedn. Dz.U. 2011 Nr 3 poz. 15.
2. *Ustawa z dnia 06.03.2018 – Prawo przedsiębiorców,* tekst jedn. Dz. U. z 2023 poz. 221.
3. Ustawa o Rachunkowości z dnia 29 września 1994 r. (Dz. U. z 2023 poz. 591).
4. Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych z dnia 15 lutego 1992 r. (Dz. U z 2022 poz. 2587)

SPIS TABEL

Tabela 1. Analiza porównawcza finansowania własnego, hybrydowego oraz obcego 47

Tabela 2. Modele percepcji ryzyka w obszarze strategicznych uwarunkowań kwalitatywnych procesu doboru finansowania inwestycji 163

Tabela 3. Modele percepcji ryzyka w obszarze strategicznych uwarunkowań kwantytatywnych procesu doboru finansowania inwestycji 171

Tabela 4. Wymiary percepcji ryzyka w działalności strategicznej przedsiębiorstw. 185

Tabela 5. Profil percepcji ryzyka występującego w obszarze kadrowo-personalnym działalności strategicznej 187

Tabela 6. Profil percepcji ryzyka występującego w obszarze techniczno-technologicznym działalności strategicznej 191

Tabela 7. Profil percepcji ryzyka występującego w obszarze rynkowym działalności strategicznej 195

Tabela 8. Profil percepcji ryzyka występującego w obszarze kapitałowym działalności strategicznej 199

Tabela 9. Modele percepcji ryzyka w obszarze kwalitatywnych uwarunkowań strategicznych doboru zasileń kapitałowych inwestycji 205

Tabela 10. Zakres percepcji ryzyka w obszarze uwarunkowań kwalitatywnych oraz sposoby jego mitygacji przez decydenta zorientowanego behawioralnie . 210

Tabela 11. Zakres percepcji ryzyka w obszarze uwarunkowań kwalitatywnych oraz sposoby jego mitygacji przez decydenta zorientowanego behawioralno-kwalitatywno-efektywnościowo 214

Tabela 12. Zakres percepcji ryzyka w obszarze uwarunkowań kwalitatywnych oraz sposoby jego mitygacji przez decydenta zorientowanego incydentalno-efektywnościowo 219

Tabela 13. Zakres percepcji ryzyka w obszarze uwarunkowań kwalitatywnych oraz sposoby jego mitygacji przez decydenta zorientowanego efektywnościowo 224

Tabela 14. Modele percepcji ryzyka w obszarze kwantytatywnych uwarunkowań strategicznych doboru zasileń kapitałowych inwestycji 227

Tabela 15. Zakres percepcji ryzyka w obszarze uwarunkowań kwantytatywnych oraz sposoby jego mitygacji przez decydenta zorientowanego behawioralnie . 232

Tabela 16. Zakres percepcji ryzyka w obszarze uwarunkowań kwantytatywnych oraz sposoby jego mitygacji przez decydenta zorientowanego behawioralno-kwalitatywno-efektywnościowo 237

Tabela 17. Zakres percepcji ryzyka w obszarze uwarunkowań kwantytatywnych oraz sposoby jego mitygacji przez decydenta zorientowanego incydentalno-efektywnościowo 243

Tabela 18. Zakres percepcji ryzyka w obszarze uwarunkowań kwantytatywnych oraz sposoby jego mitygacji przez decydenta zorientowanego efektywnościowo 248

SPIS RYSUNKÓW

Rysunek 1. Obieg energomaterii w systemie przedsiębiorstwa 33

Rysunek 2. Strukturalizacja procesów przedsiębiorstw 56

Rysunek 3. Ogólny model procesu regulacji przedsiębiorstwa 58

Rysunek 4. Model celowej regulacji zarządczej systemu przedsiębiorstwa 60

Rysunek 5. Filary optymalizacji procesów samoregulacji w sferze ekonomiczno-finansowej 79

Rysunek 6. Cząstkowe wymiary uwarunkowań optymalizacji zasileń pieniężnych 81

Rysunek 7. Cząstkowe obszary ryzyka systematycznego i specyficznego w działalności przedsiębiorstw 92

Rysunek 8. Ryzyko w continuum samoregulacyjnej strukturalizacji celowościowej 101

Rysunek 9. Obszary ryzyka dotyczące działalności operacyjnej przedsiębiorstw 105

Rysunek 10. Obszary ryzyka dotyczące działalności strategicznej przedsiębiorstw ... 117

Rysunek 11. Zarządzanie ryzykiem w procesie zarządzania strategicznego 130

Rysunek 12. Schemat procesu decyzyjnego w strukturach systemu informacyjno-decyzyjnego 137

Rysunek 13. Struktura systemu decyzyjnego przedsiębiorstwa 141