ZESZYTY NAUKOWE POLITECHNIKI ŚLĄSKIEJ 2013
Seria: ORGANIZACJA I ZARZĄDZANIE z. 66 Nr kol. 1898

Alina GORCZYŃSKA
Politechnika Śląska

EMISJA OBLIGACJI KORPORACYJNYCH JAKO FORMA POZYSKANIA KAPITAŁU W CELU POPRAWY EFEKTYWNOŚCI DZIAŁANIA PRZEDSIĘBIORSTWA

Streszczenie. Celem artykułu jest wykazanie, iż przedsiębiorstwa w celu podwyższania efektywności poszukują źródeł kapitału na dogodnych warunkach i po stosunkowo niskim koszcie. W krajach rozwiniętych gospodarczo źródło takie stanowi emisja obligacji korporacyjnych. W niniejszym artykule, na podstawie rozważań teoretycznych oraz na przykładzie spółki Admiral Boats SA, wskazano, iż emisja obligacji na rynku Catalyst może warunkowość wyższą efektywność polskich przedsiębiorstw.

Słowa kluczowe: emisja dłużnych papierów wartościowych, efektywność przedsiębiorstwa, finansowanie przedsiębiorstwa

ISSUANCE OF CORPORATE BONDS AS A FORM OF RAISE CAPITAL IN ORDER TO IMPROVE THE EFFICIENCY OF THE COMPANY

Summary. The purpose of this article assumes that firms in order to increase the efficiency, seeking sources of capital on favorable terms and at relatively low cost. In developed economies such source is the issue of corporate bonds. In this paper, based on theoretical considerations and case study of Admiral Boats SA, we notice that the issue of bonds on the Catalyst market may conditionality better effectiveness of Polish companies.

Keywords: issuance of debt securities, efficiency of the company, financing of companies

1. Wprowadzenie

Współczesne otoczenie gospodarcze wymusza na przedsiębiorstwach ciągłe zwiększanie konkurencyjności. Przedsiębiorstwa, aby sprostać tym wymogom, muszą podnosić swą efektywność. Jednym z aspektów jest pozyskanie kapitału na dogodnych warunkach po stosunkowo niskim koszcie.

Finansowanie może pochodzić z własnych środków bądź też obcych. Zgodnie z teorią finansów koszt kapitału obcego jest niższy niż koszt kapitału własnego. Wiąże się to z faktem, iż inwestowanie w akcje firmy jest bardziej ryzykowne niż inwestowanie w obligacje tej firmy. Tak więc w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo finansuje działalność kapitałem obcym (np. z emisji obligacji), to oczekiwana stopa zwrotu jest niższa, niż gdyby finansowało swą działalność kapitałem własnym (np. z emisji akcji).

W obecnych czasach coraz popularniejszą metodą pozyskiwania obcych funduszy przez wiele przedsiębiorstw staje się emisja dłużnych papierów wartościowych. W okresie niepewności na giełdzie i zastoju na rynku pierwotnym to właśnie papiery dłużne stają się ciekawym wyjściem dla firm, by pozyskiwać kapitał, natomiast dla inwestorów są dobrym pomysłem w stosunku do lokat bankowych, z których zyski w ostatnich miesiącach rzadko pozwalają nawet pokryć inflację. Pomimo faktu, iż dłużne papiery charakteryzują się większym ryzykiem niż inne obce formy pozyskiwania walorów, to ich oferta nieustannie zachęca inwestorów do ich nabywania.

2. Charakterystyka emisji obligacji korporacyjnych

Emisja dłużnych papierów wartościowych stanowi zobowiązanie finansowe, które opiera się na pojęciu długu, czyli obowiązku spełnienia określonego świadczenia na rzecz drugiej osoby[1]. Najbardziej popularne są papiery opiewające na wierzytelności pieniężne, do których należą m.in. obligacje, bony, listy zastawne, weksle.

Obligacje przedsiębiorstw (korporacyjne) są emitowanym dłużnym papierem wartościowym, w którym to emitent potwierdza zaciągnięcie określonej kwoty pożyczki i zobowiązuje się do jej zwrotu właścicielowi obligacji w ustalonym z góry terminie oraz do zapłaty odsetek. Tak więc wyemitowane obligacje stanowią dług przedsiębiorstwa, którego zwrot następuje przez wykup obligacji. Są instrumentami średnioterminowymi, których terminy wykupu najczęściej przypadają na dwa lub trzy lata od daty emisji danej serii obligacji.

[1] Antkiewicz S.: Rynek dłużnych papierów wartościowych w Polsce. Uniwersytet Gdański, Gdańsk 2006, s. 17.

Finansowanie przez emisję dłużnych papierów wartościowych ma tę zaletę, iż nie zmienia struktury właścicielskiej. Ponadto przedsiębiorstwo samo ustala zasady emisji (wielkość transz, terminy emisji i zapadalności obligacji, wysokość oprocentowania, sposób wypłaty odsetek), dopasowując do swoich możliwości i potrzeb. Obligacje można zaoferować do sprzedaży jednocześnie wielu wierzycielom, co powoduje uzyskanie z ich sprzedaży większej kwoty, aniżeli skłonny jest to uczynić bank. Dzięki emisji obligacji można również zaciągać pożyczki na długie okresy z odłożonym w czasie momentem rozpoczęcia ich spłaty, który sięga nawet 30 i więcej lat. Zatem przez emisję obligacji przedsiębiorstwa mogą dostawać środki skierowane na realizację długofalowych przedsięwzięć o charakterze rozwojowym, jednocześnie stabilizując swą sytuację finansową.

Emisja obligacji przez przedsiębiorstwo wiąże się również z wadami. Obligacje, jako formę finansowania obcego, należy wykupić, a więc dług trzeba zwrócić z odsetkami. Ponadto przeprowadzenie samej emisji wymaga pracy i czasu. Emitenci powinni także mieć określoną popularność wśród społeczeństwa, podmiotów, ponieważ jest to podstawa do uzyskania tą drogą pożyczek w planowanej wysokości (tzw. ocena ratingowa)[2]. Przeprowadzenie emisji wymaga również dodatkowych środków na pokrycie kosztów emisji, które są wyższe i niż koszty zaciągnięcia kredytu, a zawsze istnieje ryzyko, iż emisja może nie dojść do skutku[3].

Praktyka gospodarcza wypracowała różnorodną liczbę obligacji korporacyjnych, m.in. zabezpieczone (najczęściej hipoteczne – zabezpieczone wpisami na określone nieruchomości), niezabezpieczone, a z punktu widzenia sposobu wynagradzania obligatariuszy – obligacje z kuponem odsetkowym, obligacje zerokuponowe, obligacje premiowe (loteryjne)[4]. Na szczególną uwagę zasługują obligacje zamienne na akcje oraz emisję warrantów subskrypcyjnych. Wyemitowane papiery wartościowe (obligacje, warranty) stanowią dług przedsiębiorstwa, który z czasem jest zamieniany na kapitał własny. Inwestorzy bowiem po danym okresie otrzymują prawo do nabycia akcji nowej emisji. Ten rodzaj emisji obligacji stanowi już pośrednią formą finansowania pomiędzy finansowaniem własnym zewnętrznym (emisją akcji/udziałów) a finansowaniem obcym (emisją obligacji/zaciąganiem kredytu) – tzw. finansowanie typu mezzanine.

[2] Kruczalak K.: Prawo papierów wartościowych. Wydawnictwo Prawnicze LEX, Sopot 1998, s. 77.
[3] Dębski W.: Rynek finansowy i jego mechanizmy. PWN, Warszawa 2007, s. 282-288.
[4] Czekaj J., Dresler Z.: Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii. PWN, Warszawa 2006, s. 188-189.

3. Emisja dłużnych papierów wartościowych a efektowność funkcjonowania przedsiębiorstwa

Efektywność jest pojęciem, które jest często używane w literaturze ekonomicznej. Za działania efektywne uważa się te, które przynoszą spodziewane efekty, dają dobre wyniki[5]. Efektywność nierozerwalnie wiąże się z rachunkiem ekonomicznym. Teoria i praktyka wypracowały różne formuły kwantyfikacji efektów i nakładów, tj. niefinansowe, finansowe oraz mieszane[6]. Spośród nich najpopularniejsze to finansowe.

W kontekście funkcjonowania przedsiębiorstwa efektywność odnosi się do skutków działania. Najczęściej wymienianym wynikiem działania firmy jest zysk. Teoria ekonomii wyróżnia dwa rodzaje zysków: zysk bilansowy oraz zysk ekonomiczny. Zysk bilansowy stanowi różnicę pomiędzy przychodami a kosztami ujmowanymi w rachunkowości przedsiębiorstwa. Zysk ekonomiczny jest kategorią szerszą. W ramach swego rachunku uwzględnia, poza przychodami i kosztami rachunkowymi, koszty ekonomiczne – tzw. koszt utraconych korzyści. Jego współczesną formułą jest spopularyzowana przez G.B. Stewarta koncepcja ekonomicznej wartości dodanej (EVA)[7].

Zarówno z punktu widzenia zysku bilansowego, jak i zysku ekonomicznego EVA wykorzystanie kapitałów obcych również może być korzystne. W przypadku zysku bilansowego jest to związane z efektem dźwigni finansowej. Wykorzystanie środków z zadłużenia może bowiem przyczyniać się do zwiększenia zyskowności działalności firmy w stosunku do zysków, jakie były generowane przy wyłącznym zaangażowaniu kapitału własnego. Wykorzystanie długu w finansowaniu przedsiębiorstwa wiąże się z kosztami finansowymi. Obciążenie właśnie tymi kosztami powoduje więcej niż proporcjonalne zmiany zysku netto (na jedną akcję) w stosunku do wahań zysku operacyjnego[8]. Zmiany te, określane jako efekty dźwigni finansowej, mogą mieć charakter pozytywny i negatywny. W przypadku efektu pozytywnego następuje wzrost zysku netto (na 1 akcję) na skutek zaangażowania kapitału obcego. Warunkiem wystąpienia tego efektu jest jednak to, aby koszty finansowe

[5] Efektywność można rozpatrywać z punktu widzenia zarówno całego przedsiębiorstwa, jak i poszczególnych działań, np. promocyjnych. Patrz więcej w: Szwajca D.: Metodologiczne problemy pomiaru skuteczności i efektywności działań promocyjnych prowadzonych przez przedsiębiorstwa. Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej, s. Organizacja i Zarządzanie, z. 28, Politechnika Śląska, Gliwice 2005.

[6] Gorczyńska A.: The market value added (MVA) as a method of assessing the efficiency of business. "Forum Statisticum Slovacum", No. 4, 2009, p. 24.

[7] Patrz więcej w: Ehrbar A.: EVA. Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa. WIG-Press, Warszawa 2000, s. 2.

[8] Duliniec A.: Struktura i koszt kapitału. PWN, Warszawa 2001, s. 58.

(stopa odsetek płaconych za użyczony kapitał) były niższe niż zyskowność (operacyjna) majątku[9].

Z kolei zysk ekonomiczny mierzony formułą EVA w swym rachunku uwzględnia NOPAT (zysk operacyjny EBIT po opodatkowaniu) pomniejszony o koszt kapitału – jako koszt utraconych korzyści. Koszt kapitału stanowi iloraz wartości zainwestowanego kapitału w firmę oraz średnioważonego kosztu kapitału. Tak więc cena pozyskanego kapitału ma bezpośredni – odwrotny – wpływ na miernik efektywności funkcjonowania przedsiębiorstwa.

Teoria ekonomii wychodzi z założenia, że koszt kapitału obcego jest niższy niż koszt kapitału własnego. Zależność ta wiąże się z poziomem ryzyka[10]. Inwestowanie w akcje firmy jest bardziej ryzykowne niż inwestowanie w obligacje tej firmy. Tak więc w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo finansuje działalność kapitałem obcym (z emisji obligacji), to oczekiwana stopa zwrotu jest niższa, niż gdyby finansowało swą działalność kapitałem własnym (z emisji akcji)[11]. Stopa zwrotu z akcji bowiem musi być wyższa od realnej stopy zwrotu od ryzyka o premię wyrównującą skutki inflacji oraz o odpowiednie premie z tytułu ryzyka działalności jednostki. Ponadto rzeczywisty koszt kapitału obcego jest niższy niż zrealizowana stopa zwrotu, co wynika z niższych obciążeń podatkowych. Wypłacane odsetki stanowią koszty (finansowe) uzyskania przychodu, które zmniejszają podstawę opodatkowania. Z badań przeprowadzonych na rynku kapitałowym wynika, że koszt kapitału własnego jest wyższy od kosztu kapitału obcego przed opodatkowaniem o 2-5 punktów procentowych[12].

W krajach o rozwiniętym rynku kapitałowym pozyskanie kapitału obcego odbywa się przede wszystkim przez emisję obligacji, rzadziej przez zaciąganie kredytu bankowego[13]. W przypadku finansowania obcego w ramach emisji obligacji koszt kapitału zależy od wysokości i częstotliwości wypłat odsetek, terminu wykupu, ceny emisyjnej uzyskanej przy sprzedaży obligacji pomniejszonej o koszty emisji, a także oszczędności podatkowych związanych z zaciągnięciem długu[14].

[9] Ponadto efektywny koszt zaangażowania kapitału obcego jest mniejszy aniżeli odsetki należne kredytodawcom, gdyż ich suma pomniejsza podstawę opodatkowania. Bień W.: Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Difin, Warszawa 2000, s. 175.

[10] Reilly R.R., Wecker W.E.: On the Weighted Average Cost of Capital. "Journal of Financial and Quantitative Analysis", Vol. 8, 1973, p. 123-126.

[11] Miller D.P., Puthenpurackal J.J.: Security Fungibility and the Cost of Capital: Evidence from Global Bonds. "Journal of Financial and Quantitative Analysis", Vol. 40, 2005, p. 849-872.

[12] Duliniec A., op. cit., s. 99.

[13] Exley C.J., Smith A.D.: The Cost of Capital for Financial Firms. "British Actuarial Journal", Vol. 12, 2006, p. 229-283.

[14] Ibidem, p. 88.

4. Emisja obligacji korporacyjnych w celu podwyższenia efektywności funkcjonowania na przykładzie Admiral Boats SA

W Polsce w wyniku powstania i rozwoju rynku giełdowego Catalyst przedsiębiorstwa coraz częściej decydują się na emisję dłużnych papierów wartościowych. Z przeprowadzonych badań i analiz rynku Catalyst wynika, że w ciągu trzyipółletniej historii na rynku zadebiutowało 169 emitentów nieskarbowych, pozyskując z 423 emisji obligacji łącznie ponad 69 mld zł[15]. Obecnie na rynku jest notowanych 5 rodzajów instrumentów dłużnych: obligacje korporacyjne, skarbu państwa, komunalne, spółdzielcze i listy zastawne. Z analizy instrumentów rynku wynika, że obligacje skarbowe stanowią około 91% wartości całego rynku Catalyst. W grupie pozostałych obligacji pod względem wartości przeważają obligacje korporacyjne, a łączna ich wartość jest równa prawie 8,1%, natomiast w obrotach pakietowych zdecydowanie dominują obligacje korporacyjne, stanowiące 89% obrotu. W okresie działania rynku dłużnych papierów wartościowych Catalyst (wyłączając obligacje skarbowe i listy zastane) przez emisję obligacji korporacyjnych emitenci pozyskali około 19 mld zł. Przykładem przedsiębiorstwa, które w drodze emisji dłużnych papierów wartościowych sfinansowało swe plany rozwojowe i podwyższyło efektywność funkcjonowania jest Admiral Boats SA.

Admiral Boats jest spółką akcyjną specjalizującą się w produkcji i dystrybucji łodzi rekreacyjnych i sportowych. Powstała oficjalnie 20 października 2010 roku poprzez zawiązanie umowy wspólników, kontynuując działalność spółki Lamirs Nowy B. Sirocka Sp. j.

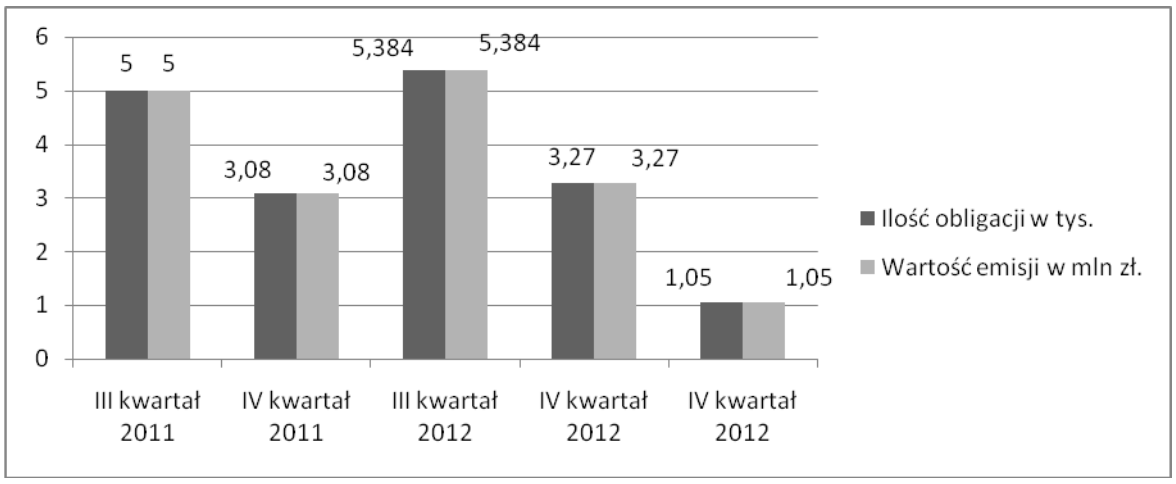
Jako producent i dystrybutor łodzi, firma dba o jak najwyższą jakość wykonywanych usług. Wszystkie łodzie produkowane przez Admiral Boats mają znak bezpieczeństwa CE przyznawany przez instytucję certyfikującą (Polski Rejestr Statków). W swojej ofercie firma posiada 61 modeli łodzi, z których wyróżnia się klasy: Ocean Master Line, Classic Line, Fish Line, Admiral Line[16]. Admiral Boats eksportuje swoje produkty na rynek europejski głównie do Holandii, Niemiec oraz Norwegii.

Strategia rozwoju firmy zakłada coraz szerszą penetrację rynków zachodnich przez rozbudowywanie sieci dystrybucji oraz aktywne uczestnictwo w targach branżowych. Dodatkowo planowane jest wejście na rynek chorwacki, włoski, francuski i hiszpański. Przez penetrację nowych rynków firma planuje pozyskać nowych kontrahentów, zwiększyć skalę prowadzonej działalności oraz wzmocnić rozpoznawalność produkowanych łodzi. Wejście na rynki zagraniczne, zgodnie z planami spółki, będzie się odbywać nie tylko przez

[15] Raport Catalyst – podsumowanie rozwoju. Grant Thornton, grudzień 2012.
[16] Prospekt emisyjny Admiral Boats SA.

nawiązywanie współpracy z nowymi dystrybutorami łodzi. Strategia Admiral Boats zakłada także rozbudowę zakładu produkcyjnego, w tym w szczególności automatyzację wydziału laminatów. Działania inwestycyjne w tym obszarze pozwolą na znaczące zwiększenie efektywności oraz przyspieszenie procesu produkcyjnego. Działania te pozwolą również zwiększyć moce produkcyjne.[17]

Debiut firmy na rynku dłużnych papierów wartościowych Catalyst odbył się 20 lipca 2011 roku. Wtedy to przedsiębiorstwo wyemitowało 5 tys. obligacji serii A zwykłych zmienno-kuponowych o łącznej wartości 5 mln zł. Oprocentowanie obligacji wynosiło 11,67%. Papiery te zostały wykupione w grudniu 2012 roku. Zanim nastąpił wykup pierwszej serii obligacji, spółka wyemitowała pod koniec 2011 roku na rynku drugą serię. Pojawiło się wtedy na rynku giełdowym 3080 obligacji serii B – zwykłych, na okaziciela, zmienno-kuponowych, o dwuletnim terminie wykupu. Dzięki drugiej emisji obligacji Admiral Boats SA otrzymała środki finansowe w wysokości 3,08 mln zł. Ta forma finansowania, która prowadziła do rozwoju firmy, była na tyle korzystna i dobrze oceniania, że spółka wypuściła na giełdę Catalyst następne serie papierów dłużnych: w III kwartale 2012 wyemitowała 5384 obligacji – wartość jednej wynosiła 1 tys zł – natomiast na koniec IV kwartału 2012 roku do emisji dołączyły dwie serie obligacji, D i E, o wartości 3,270 mln zł i 1,050 mln zł. Papiery te, podobnie jak poprzednie, były obligacjami zwykłymi na okaziciela, ale w porównaniu z obiema pierwszymi emisjami były one zabezpieczone.



Rys. 1. Liczba i wartość wyemitowanych obligacji przez Admiral Boats SA
Fig. 1. Quantity and value of the bonds issued by Admiral Boats SA
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: www.gpwcatalyst.pl, dostęp: 11.07.2013.

[17] www.admiral-boats.com.pl, dostęp: 11.07.2013.

Najbardziej wartościowa była emisja obligacji serii C w III kwartale 2012 roku, która przyniosła firmie środki w wysokości 5,384 mln zł. Z kolei najmniejszą wartością odznaczały się papiery dłużne serii E – ich wartość była równa 1,05 mln zł. Podobnie sytuacja się miała w stosunku do liczby emitowanych obligacji. W IV kwartale 2011 i 2012 (seria D) roku Admiral Boats wyemitowało przeszło 3 tys. dłużnych papierów, w III kwartale 2011 i 2012 roku przeszło 5 tys., a najmniej w pod koniec IV kwartału 2012 roku (seria E) – 1,05 tys.

Oprócz środków pozyskiwanych poprzez emisję obligacji Admiral Boats SA zaistniała również na rynku NewConnect, wprowadzając tam swoje akcje do obrotu, dzięki czemu uzyskała dodatkowe fundusze na działalność inwestycyjną. Planowanymi celami inwestycyjnymi firmy były: zwiększenie rocznych mocy produkcyjnych z 1 tys. sztuk do 1,5 tys., rozbudowa hali produkcyjnej, automatyzacja wydziału laminatów, rozwój biura projektowego, zwiększenie powierzchni magazynowej.

Każde przedsiębiorstwo musi liczyć się z możliwością wystąpienia zagrożeń mających negatywny wpływ na jego prosperowanie[18]. Admiral Boats, mimo swojej krótkiej, 6-letniej historii (wliczając w to działalność poprzednich właścicieli), przezwyciężła wszelkie trudności i zrealizowała zamierzone cele za pomocą dodatkowych środków uzyskanych z emisji zarówno obligacji, jak i akcji. Przejawem tego był wzrost efektywności, a jego wymiernym efektem – wzrost zysków firmy.

Tabela 1

Zysk netto Admiral Boats w latach 2008-2012

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
Zysk netto (tys. zł)	248,16	500,11	939,5	361,21	1357,4

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów jednostkowych Admiral Boats za lata 2008-2012.

W przypadku zysku bilansowego (netto) najmniejszy zysk netto (tabela 1) firma odnotowała w pierwszym roku swojej działalności (248,16 tys. zł), co było spowodowane m.in. wysokimi nakładami na produkcję czy małą znajomością firmy na polskim rynku. Zysk ten stopniowo wzrastał w kolejnych latach z wyjątkiem 2011 roku, w którym to Admiral Boats SA poniosła wysokie koszty zakładu stolarskiego oraz koszty emisji akcji i obligacji. W 2012 roku odnotowano największy zysk netto w wysokości 1,357 mln zł. Był on o 376% większy niż rok wcześniej. Progres ten był powodowany wzrostem sprzedaży dzięki udziałowi spółki na rynku holenderskim, przeprowadzeniu kilku emisji obligacji, dzięki

[18] Przedsiębiorstwo jako najważniejsze ryzyko działalności wyróżnia: ryzyko związane z działalnością firmy – przede wszystkim krótka działalność przedsiębiorstwa; niebezpieczeństwo związane z dostawą surowca do produkcji; możliwość utraty kluczowej kadry pracowniczej oraz ryzyko makroekonomiczne – zmiany stóp procentowych, kursów walutowych, inflacja, pogorszenie się sytuacji gospodarczej w kraju; ryzyko związane w rynkiem finansowym – możliwość zawieszenia notowań obligacji spółki czy możliwość wykluczenia dłużnych papierów z obrotu na rynku giełdowym; możliwość nałożenia kar administracyjnych przez KNF. Prospekt emisyjny Admiral Boats SA.

czemu możliwe było uruchomienie nowych hal produkcyjnych oraz zwiększenie kadry pracowniczej.

Ze względu na stosunkowo krótki okres obecności przedsiębiorstwa na rynku giełdowym NewConnect (od lipca 2011 roku) niemożliwe jest ustalenie zysku ekonomicznego za podany okres[19]. Natomiast na podstawie wysokiego zysku bilansowego wygenerowanego w 2012 roku można się spodziewać, iż w tym roku zysk ekonomiczny był dodatni i przyczynił się do wzrostu efektywności spółki dzięki pozyskanym środkom z emisji obligacji.

5. Podsumowanie

Każde przedsiębiorstwo dąży do podwyższania swej efektywności. Cel ten jest możliwy do osiągnięcia dzięki m.in. odpowiedniemu zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa, z którym się wiąże dbałość o właściwą strukturę kapitału i koszt kapitału. Teoria ekonomii wskazuje, iż koszt pozyskania kapitału obcego jest niższy niż kapitału własnego.

Przedsiębiorstwa, szukając dodatkowych środków finansowania, coraz częściej sięgają po emisję obligacji korporacyjnych, które stanowią doskonałą alternatywę dla emisji akcji, kredytów bankowych i innych form finansowania. Na polskim rynku kapitałowym możliwości takie stwarza giełdowy rynek dłużnych papierów wartościowych – Catalyst. Przykładem spółki, która umiejętnie wykorzystała pozyskany kapitał za pomocą obligacji na realizację inwestycji i który przełożył się z czasem na coraz większe zyski netto, jest spółka Admiral Boats SA. Jednakże nie zawsze taka sytuacja może nastąpić. Na ogólny sukces emisji obligacji, a co za tym idzie na możliwości wykorzystania środków finansowych zdobytych dzięki danej emisji ma wpływ wiele wewnętrznych czynników przedsiębiorstwa oraz uwarunkowań otoczenia.

[19] W celu ustalenia zysku ekonomicznego należy ustalić koszt kapitału jako iloraz średnioważonego kosztu kapitału oraz wartości zainwestowanego kapitału. Natomiast koszt średnioważony koszt kapitału uwzględnia koszt kapitału obcego i koszt kapitału własnego. Koszt kapitału własnego ustala się najczęściej na podstawie modelu CAPM, zgonie z formułą $r_e = r_{RF} + \beta \times (r_M - r_{RF})$, gdzie: r_e – koszt kapitału własnego, r_{RF} – stopa zwrotu wolna od ryzyka, r_M – oczekiwana stopa zwrotu, β – współczynnik określający poziom ryzyka. Ustalenie wskaźnika β ma pewne ograniczenia i możliwe jest wyłącznie dla notowanych spółek na giełdzie. Gorczyńska A.: Międzynarodowa ekspansja przedsiębiorstw w poszukiwaniu źródeł wzrostu wartości rynkowej. CeDeWu, Warszawa 2008, s. 26-36. Patrz też: Michalak A.: Krytyczne refleksje nad problemem zastosowania modelu CAPM w wycenie kosztu kapitału własnego. Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt Naukowy nr 115, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2012, s. 113-125.

Bibliografia

1. Antkiewicz S.: Rynek dłużnych papierów wartościowych w Polsce. Uniwersytet Gdański, Gdańsk 2006.
2. Bień W.: Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Difin, Warszawa 2000.
3. Czekaj J., Dresler Z.: Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii. PWN, Warszawa 2006.
4. Dębski W.: Rynek finansowy i jego mechanizmy. PWN, Warszawa 2007.
5. Duliniec A.: Struktura i koszt kapitału. PWN, Warszawa 2001.
6. Ehrbar A.: EVA. Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa. WIG-Press, Warszawa 2000.
7. Exley C.J., Smith A.D.: The Cost of Capital for Financial Firms, "British Actuarial Journal", Vol. 12, 2006.
8. Gorczyńska A.: Międzynarodowa ekspansja przedsiębiorstw w poszukiwaniu źródeł wzrostu wartości rynkowej. CeDeWu, Warszawa 2008.
9. Gorczyńska A.: The market value added (MVA) as a method of assessing the efficiency of business. "Forum Statisticum Slovacum", No. 4, 2009.
10. Kruczalak K.: Prawo papierów wartościowych. Wydawnictwo Prawnicze LEX, Sopot 1998.
11. Michalak A.: Krytyczne refleksje nad problemem zastosowania modelu CAPM w wycenie kosztu kapitału własnego. Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt Naukowy nr 115, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2012.
12. Miller D.P., Puthenpurackal J.J.: Security Fungibility and the Cost of Capital: Evidence from Global Bonds. "Journal of Financial and Quantitative Analysis", Vol. 40, 2005.
13. Prospekt emisyjny Admiral Boats SA.
14. Raport Catalyst – podsumowanie rozwoju. Grant Thornton, grudzień 2012.
15. Reilly R.R., Wecker W.E.: On the Weighted Average Cost of Capital. "Journal of Financial and Quantitative Analysis", Vol. 8, 1973.
16. Szwajca D.: Metodologiczne problemy pomiaru skuteczności i efektywności działań promocyjnych prowadzonych przez przedsiębiorstwa. Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej, s. Organizacja i Zarządzanie, z. 28, Politechnika Śląska, Gliwice 2005.
17. www.gpwcatalyst.pl, dostęp: 11.07.21013.
18. www.admiral-boats.com.pl, dostęp: 11.07.21013.

Abstract

In economically developed countries, the issue of bonds as a form of debt is one of the main sources of capital needed to run and grow business. In Poland, as a result of emergence and development of the stock market of Catalyst, more and more often companies take decisions about issuing of debt securities. Example of company that through the issuance of corporate bonds has funded its development plans and increased the effectiveness is Admiral Boats.