

Elżbieta Maria Wrońska

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

WPŁYW ZARZĄDZANIA KAPITAŁEM W UJĘCIU DYNAMICZNYM NA TWORZENIE WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA DLA AKCJONARIUSZY

1. Wstęp

Od początku lat dziewięćdziesiątych XX w. coraz częściej wykorzystywanym kryterium decyzyjnym w kształtowaniu strategii rozwoju przedsiębiorstw jest wartość dla akcjonariuszy. Uważa się, że celem nadrzędnym funkcjonowania przedsiębiorstw w gospodarce rynkowej powinna być maksymalizacja wartości dla właściciela.

Oczekiwania inwestorów co do osiągnięcia wysokich dochodów z inwestycji w papiery wartościowe powodują, że przedsiębiorstwa ukierunkowują swą działalność na realizowanie projektów zapewniających również wysoką stopę zwrotu dla przedsiębiorstw. Osiągnięcie przez przedsiębiorstwo wysokiej stopy zwrotu jest związane z generowaniem środków, które mogą być przeznaczone dla właścicieli i pozwolą zwiększać ich majątek. Tworzenie wartości dla akcjonariuszy następuje więc wówczas, gdy rentowność kapitału własnego jest wyższa niż oczekiwana przez nich stopa zwrotu (koszt kapitału własnego).

Zarządzanie kapitałem stanowi istotny obszar zarządzania finansami (o obszarach zarządzania finansami więcej piszą: [Nesterak, Kowalik 2004, s. 10; Karpuś 2005, s. 6-14].

Pojęcie kapitału nie zostało jednoznacznie zdefiniowane. Mimo różnych możliwości ujmowania kapitału, w opinii autorki niniejszego artykułu pojęcie kapitału powinno odnosić się do sumy kapitałów własnych oraz zobowiązań długoterminowych i krótkoterminowych obciążonych odsetkami. A zatem kapitałem zainwestowanym jest suma kapitałów własnych oraz zobowiązań odsetkowych, pod warunkiem że nie mają one charakteru automatycznie powstających. Pojęcie kapitału

powinno się wiązać wyłącznie z tymi elementami pasywów, które odzwierciedlają środki udostępnione przez właścicieli lub wierzycieli za pośrednictwem rynku finansowego [Iwin-Garzyńska 2006, s. 274; Kubiak 2006, s. 324].

Zarządzanie kapitałem obejmuje decyzje odnoszące się do kształtowania poziomu kapitału oraz kształtowania struktury kapitału¹. Decyzje te powinny dotyczyć kapitału zarówno w ujęciu statycznym (dla posiadanego poziomu kapitału), jak i w ujęciu dynamicznym (dla nowo pozyskiwanego kapitału).

2. Kształtowanie poziomu kapitału

Przyjmując powyższe pojęcie kapitału, w decyzjach odnoszących się do kształtowania jego poziomu powinno się uwzględniać przede wszystkim zasadę bezpieczeństwa finansowania. Kształtowanie poziomu kapitału powinno więc uwzględniać relacje między kapitałami zainwestowanymi i aktywami trwałymi wykorzystywane przy analizie struktury kapitałowo-majątkowej (m.in.: [Sierpińska, Jachna 1997, s. 53 i n.; *Analiza...* 1996, t. I, s. 307]). W tym kontekście należy podkreślić konieczność zachowania złotej reguły bilansowania oraz finansowania.

Powyższe zasady kształtowania relacji kapitału do majątku trwałego mają zastosowanie zarówno dla statycznego, jak i dynamicznego ujęcia decyzji w zakresie kształtowania poziomu kapitału. W statycznym ujęciu powyższa analiza może zostać przeprowadzona w celu oceny stosowanej strategii. W efekcie uzyskanych rezultatów oceny relacji kapitału do majątku trwałego może zająć potrzeba zmiany poziomu kapitału w kontekście przyjętego przez przedsiębiorstwo poziomu bezpieczeństwa finansowego oraz kosztów prowadzenia danej strategii. Zmiana poziomu kapitału może wiązać się także z przyrostem wartości majątku trwałego i koniecznością dopasowania poziomu kapitału przy uwzględnieniu przyjętego przez przedsiębiorstwo poziomu bezpieczeństwa finansowego i kosztów danego rozwiązania.

3. Kształtowanie struktury kapitału

Kształtowanie struktury kapitału wiąże się z kształtowaniem relacji między kapitałami własnymi a odsetkowymi kapitałami obcymi w ramach kapitałów zainwestowanych w przedsiębiorstwie.

W teorii finansów przedsiębiorstw, wśród najważniejszych kwestii można wyróżnić decyzje finansowe dotyczące kształtowania struktury kapitału. Wśród teorii wyjaśniających strukturę kapitału dominującą rolę odgrywają: statyczna teoria substytucji (*trade-off theory*) i dynamiczna teoria hierarchii źródeł finansowania (*pecking order theory*) (szerzej na temat tych teorii [Duliniec 1998, s. 130]).

¹ W dalszej części artykułu autorka będzie się posługiwać zamiennie kategorią kapitału, kapitału stałego, zainwestowanego lub zaangażowanego, traktując te pojęcia jako synonimy.

Do głównych (choć nie jedynych) czynników determinujących relację między kapitałem własnym i kapitałem obcym należą ryzyko oraz koszt kapitału (szerzej na temat istoty ryzyka, miar ryzyka por. m.in.: [Duliniec 1998, s. 38-66; Jerzewska 1996, s. 127-137]). Ryzyko operacyjne jest pochodną efektywności i rentowności operacyjnej wykorzystania posiadanych aktywów. Im wyższa ta efektywność, tym korzystniej dla przedsiębiorstwa przedstawia się sytuacja w zakresie ryzyka operacyjnego i finansowego, a także poziomu kosztu kapitału. Decydujące znaczenie dla opłacalności wykorzystania kapitałów dłużnych ma poziom zysku operacyjnego, który wskazuje na możliwość zaistnienia dodatnich efektów dźwigni finansowej – występują one w sytuacji, gdy rentowność całego majątku przedsiębiorstwa będzie wyższa od kosztu kapitału obcego. Dodatkowo efekty dźwigni finansowej wskazują, że przy wzroście zysku operacyjnego, przy wykorzystaniu kapitałów obcych, wzrasta zyskowność kapitałów własnych.

Powyższe zasady kształtowania relacji kapitału własnego i obcego mają zastosowanie zarówno dla statycznego, jak i dynamicznego ujęcia decyzji w zakresie kształtowania struktury kapitału. W statycznym ujęciu powyższa analiza może zostać przeprowadzona w celu oceny stosowanej struktury kapitału. W efekcie uzyskanych rezultatów oceny ryzyka operacyjnego może zajść potrzeba zmiany struktury kapitału przy utrzymaniu stałego poziomu kapitału. Decyzje dotyczące struktury kapitału w ujęciu dynamicznym mogą wiązać się z przyrostem wartości kapitału (np. w wyniku zmiany strategii co do poziomu kapitału przy stałym poziomie majątku lub przy nowo pozyskiwanym kapitale w związku z przyrostem majątku) i potrzebą określenia struktury nowo pozyskiwanego kapitału.

4. Rozwiązania stosowane w zakresie zarządzania kapitałem

W tabeli 1 zawarto dane finansowe charakteryzujące rozwiązania stosowane w zakresie zarządzania kapitałem dla przedsiębiorstw gospodarki ogółem.

Wartość pasywów w analizowanym okresie stale się zwiększała. W całym analizowanym okresie wartość pasywów zwiększyła się o 52,1%. Zgodnie z przyjętą definicją kapitałów te ostatnie stanowią część pasywów. Początkowo udział kapitałów w pasywach ogółem stanowił niemalże stały odsetek, który wynosił ok. 71%. Oznacza to, że wartość kapitałów rosła w takim samym tempie jak wartość pasywów. Po 2003 r. widoczne jest zwiększanie się udziału kapitałów w pasywach, co oznacza, że rosły one w szybszym tempie niż pasywa ogółem. Rosnący udział kapitałów w pasywach oznacza także, że zwiększa się znaczenie kapitału, a maleje znaczenie zobowiązań handlowych w pasywach.

Z tabeli 1 wynika także, iż dla ogółu przedsiębiorstw gospodarki polskiej wartość wskaźnika stopnia pokrycia majątku trwałego kapitałami przekracza 100% w każdym z analizowanych lat. Oznacza to, że całość aktywów trwałych oraz dodatkowo coraz większa część aktywów obrotowych były finansowane kapitałami. A za-

tem przedsiębiorstwa gospodarki ogółem decydowały o poziomie kapitału w sposób wskazujący na dążenie do zachowania i poprawy bezpieczeństwa finansowego. Widoczne jest także zwiększanie się wartości tego wskaźnika – o ile w 2000 r. wynosił on 120%, o tyle w 2006 r. przekraczał poziom 135%. Oznacza to, że wartość kapitałów rosla szybciej niż wartość aktywów trwałych.

Tabela 1. Wielkości charakteryzujące kształtowanie poziomu kapitału i struktury kapitału dla przedsiębiorstw gospodarki ogółem w latach 2000-2006

Wyszczególnienie	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Pasywa ogółem (w mln zł)	887 030	922 720	983 556	1 070 487	1 129 882	1 219 737	1 348 982
Udział kapitałów w pasywach (w %)	71,1	71,1	71,3	72,2	73,3	76,1	75,9
Stopień pokrycia majątku trwałego kapitałami (w %)	120,4	119,3	114,4	118,3	124,6	132,5	135,3
Udział kapitałów własnych w kapitałach ogółem (w %)	66,1	64,6	67,0	67,3	72,6	72,7	72,7
Udział kapitałów obcych w kapitałach ogółem (w %)	33,9	35,4	33,0	32,7	27,4	27,3	27,3
Rentowność netto sprzedaży ROS (w %)	0,5	-0,2	-0,3	1,9	4,5	3,8	4,3
Rentowność netto aktywów ogółem ROA (w %)	0,7	-0,3	-0,4	2,4	6,4	5,2	6,3
Rentowność netto kapitału własnego ROE (w %)	1,6	-0,6	-0,9	5,0	12,0	9,4	10,9
Koszt kapitału własnego (w %)	20,3	18,0	12,5	10,8	10,5	8,6	7,5
Koszt kapitału obcego (w %)	27,1	26,2	20,9	19,1	16,3	12,6	11,4

Źródło: obliczenia własne na podstawie roczników statystycznych GUS 2001, 2003, 2005, 2007.

Z analizy struktury kapitału wynika, że zdecydowanie większym udziałem charakteryzowały się kapitały własne – ich udział w całym analizowanym okresie kształtuje się na przeciętnym poziomie około 69%. Przeciętny udział odsetkowych kapitałów obcych w kapitałach ogółem wynosi około 31%. Należy jednak zwrócić uwagę, że początkowo struktura kapitału była względnie stabilna. Dopiero od 2004 r. widoczna jest tendencja wzrostowa udziału kapitałów własnych w kapitałach ogółem. Udział kapitałów własnych wzrósł o 6 punktów procentowych w okresie 2003-2006. Rosnący udział kapitałów własnych wynika z szybszego tempa wzrostu tej kategorii kapitałów w porównaniu z tempem wzrostu kapitałów ogółem.

Należy podkreślić, że rosnącemu udziałowi kapitałów własnych towarzyszy malejący udział kapitałów podstawowych i rosnący udział kapitałów zapasowych, co oznacza, że wzrost wartości kapitałów własnych tworzony jest przez reinwestowanie wypracowanych przez przedsiębiorstwa zysków.

W analizowanym okresie widoczna jest stabilizacja udziału kredytów krótkoterminowych i zmniejszanie udziału zadłużenia długoterminowego w kapitałach

ogółem przy zmniejszaniu się udziału kapitałów obcych w kapitałach ogółem. Oznacza to, że tempo przyrostu zadłużenia długoterminowego było niższe niż kapitałów ogółem.

W analizowanym okresie wskaźniki zyskowności, początkowo kształtujące się na niskim (a w latach 2001-2002 nawet ujemnym) poziomie, od 2003 r. wykazują wyraźną tendencję wzrostową. Rentowność sprzedaży w 2000 r. wynosiła 0,54%, a w 2006 r. kształtowała się na poziomie 4,34%.

Koszt kapitału obcego² systematycznie zmniejszał się z 27% w 2000 r. do 11,5% w 2006 r. Koszt kapitału własnego (pożądana stopa zwrotu)³ również się zmniejszał, przy czym zakres zmian dotyczył spadku z poziomu 20% w 2000 r. do 7,5% w 2006 r.

Na podstawie przeprowadzonych w niniejszym artykule analiz można stwierdzić, że we wszystkich analizowanych latach podmioty gospodarki polskiej osiągnęły niską efektywność nie uzasadniającą wykorzystywania kapitałów obcych (zyskowność aktywów była mniejsza niż koszt kapitałów obcych, co powoduje występowanie ujemnych efektów dźwigni finansowej).

Powyższe wyniki analizy wskazują także na nieopłacalność angażowania się w działalność przez właścicieli – nie tylko nie odzyskują oni kosztu zaangażowanego kapitału (ROE jest niższe niż wymagana stopa zwrotu, co wskazuje, że bardziej atrakcyjna byłaby lokata bankowa), ale też widoczne jest ciągłe zwiększanie zaangażowanych środków przez właścicieli. Wprawdzie od 2004 r. koszt kapitału własnego (oczekiwana stopa zwrotu) jest niższy niż ROE, ze względu jednak na relację między rentownością aktywów ogółem a kosztem kapitału obcego należy tę sytuację ocenić z dużą ostrożnością.

5. Podsumowanie

Tworzenie wartości dla akcjonariuszy następuje wówczas, gdy rentowność kapitału własnego jest wyższa niż oczekiwana przez nich stopa zwrotu (koszt kapitału własnego).

Zarządzanie kapitałem stanowi istotny obszar zarządzania finansami, a decyzje dotyczące zarządzania kapitałem powinny uwzględniać ujęcie statyczne i dynamiczne.

Pojęcie kapitału nie zostało jednoznacznie zdefiniowane. Na potrzeby niniejszego artykułu przyjęto, że pojęcie kapitału powinno się odnosić do sumy kapitałów własnych oraz zobowiązań długoterminowych i krótkoterminowych obciążonych odsetkami.

² Ustalony jako relacja między kosztami finansowymi a sumą długoterminowego zadłużenia i krótkoterminowych kredytów.

³ Koszt kapitału własnego został ustalony jako średnia arytmetyczna z trzech czynników: 1) oprocentowania kapitałów wierzycielskich, 2) średniej ważonej stopy referencyjnej w danym okresie oraz 3) wskaźnika cen dóbr konsumpcyjnych powiększonego o 3 punkty procentowe (odzwierciedlające realną stopę procentową) oraz o 3 punkty procentowe (odzwierciedlające premię za ryzyko).

Decyzje odnoszące się do kształtowania jego poziomu powinny uwzględniać przede wszystkim zasadę bezpieczeństwa finansowania. Kształtowanie struktury kapitału wiąże się z kształtowaniem relacji między kapitałami własnymi a odsetkowymi kapitałami obcymi w ramach kapitałów zainwestowanych w przedsiębiorstwie.

Z przeprowadzonych badań na danych dla przedsiębiorstw gospodarki ogółem wynika, że kapitały odgrywają coraz większą rolę (kosztem zobowiązań handlowych) w strukturze finansowania majątku. Wynika to z tego, że wartość kapitałów rosla w szybszym tempie niż wartość sumy bilansowej. Wartość kapitałów w całości pokrywa aktywa trwałe, a pozyskiwanie nowego kapitału pozwala w coraz większym stopniu realizować bezpieczną strukturę finansowania.

W strukturze kapitałów widoczne jest zwiększenie znaczenia kapitałów własnych, w tym przede wszystkim kapitałów zapasowych. Zmniejszanie roli kapitałów obcych wynika z coraz mniejszej roli zadłużenia długoterminowego.

Należy też zauważyć poprawę sytuacji w zakresie rentowności, sprzedaży i kapitałów własnych przy jednoczesnym obniżaniu się kosztu kapitałów. O ile w początkowym okresie relacja między rentownością a kosztem kapitału nie uzasadniała wykorzystywania kapitałów dłużnych, o tyle w kolejnych latach widoczna była poprawa tej relacji, a od 2004 r. zyskowność kapitału własnego jest wyższa od kosztu kapitału własnego.

Literatura

- Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, red. L. Bednarski, T. Waśniewski, FRRwP, Warszawa 1996.
- Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- Iwin-Garzyńska J., *Kapitał – kategoria finansowa*, [w:] *Instytucje, instrumenty i strategie finansowe w dobie integracji gospodarczej*, t.: *Finanse przedsiębiorstwa*, red. P. Karpuś, UMCS, Lublin 2006.
- Jerzemowska M., *Analiza teorii kształtowania struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Uniwersytet Gdański, Gdańsk 1996.
- Karpuś P., *Obszary zarządzania finansami w przedsiębiorstwie zorientowanym na wartość*, [w:] *Rynek finansowy – szanse i zagrożenia rozwoju*, t. 2, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw i instytucji*, red. P. Karpuś, J. Węclawski, UMCS, Lublin 2005.
- Kubiak J., *Zobowiązania krótkoterminowe w teoriach struktury kapitału*, [w:] *Instytucje, instrumenty i strategie finansowe w dobie integracji gospodarczej*, t.: *Finanse przedsiębiorstwa*, red. P. Karpuś, UMCS, Lublin 2006.
- Nesterak J., Kowalik M., *Finanse firm. Długoterminowe zarządzanie finansami*, Wydawnictwo ANVIX, Kraków 2004.
- Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.

IMPACT OF CAPITAL MANAGEMENT ON CREATING SHAREHOLDER VALUE – DYNAMIC ATTITUDE

Summary

The article refers to decisions concerning capital management. These decisions can be divided into two groups: the quantity of capital and the capital structure. These decisions can be analyzed in terms of static and dynamic aspects. Dynamic attitude towards capital management focuses on the amount and structure of raising new capital.

The purpose of this research is to examine how the amount and structure changed over the given years of 2002-2006 for the entities of Polish economy. The research shows that the amount of capital has risen more than the current liabilities. It is also possible to state that the equity became more important because of retained earnings. Although the profitability increased and the cost of capital decreased, the amount of debt, especially long-term, went down.