

ISBN 83-7016-869-8

UNIwersytet Łódzki
Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa

KONFERENCJA NAUKOWA
PRZEDSIĘBIORSTWO NA RYNKU KAPITAŁOWYM

Łódź-Bukowina Tatrzańska, wrzesień 1995



WYDAWNICTWO UNIwersytetu Łódzkiego
ŁÓDŹ 1995

Corporate Finance: Where Theory Meets Practice, McGraw-Hill, 1993.

- [38] Smithson, C & Chew Jnr D H, "The Use of Hybrid Debt In Managing Corporate Risk", in Chew Jnr, D H (ed), The New Corporate Finance: Where Theory Meets Practice, McGraw-Hill, 1993.
- [39] Stiglitz, J, "Why Financial Structure Matters", Journal of Economic Perspectives, 2, 1988.
- [40] Thakor, A V, "Strategic Issues In Financial Contracting: An Overview", Financial Management, Summer, 1989.
- [41] Stern J M & Chew, D H (eds), The Revolution in Corporate Finance, 2nd ed, Basil Blackwell, 1992.
- [42] Tsetsekos, G P, Kaufman, D J & Gitman, L J, "A Survey of Stock Repurchases: Motivations and Practices of Major U.S. Corporations", Journal of Applied Business Research, 7, 1991.
- [43] Woolridge, J R & Ghosh C, "Dividends Cuts: Do They Always Signal Bad News?" in Stern, J M & Chew, D H (eds) The Revolution in Corporate Finance, 2nd ed, Basil Blackwell, 1992.

STRESZCZENIE

Zagadnienia związane ze strukturą kapitału są jednym z najbardziej popularnych tematów opracowań naukowych ostatnich czterdziestu lat. Publikowane prace dotyczą zarówno teorii struktury kapitału jak i rezultatów przeprowadzonych badań empirycznych.

Informacje wynikające z kształtowania struktury kapitału przez przedsiębiorstwo można podzielić na bezpośrednie i pośrednie.

Informacje bezpośrednie uzyskuje się interpretując wartość wskaźnika struktury kapitału oraz dokonując jego porównań z danymi postulowanymi, w czasie i przestrzeni.

Wskaźnik struktury kapitału dostarcza także istotnych informacji pośrednich, których odczytaniem zajmuje się teoria sygnalizacji i teoria wyboru kolejności źródeł finansowania.

Interpretacja sygnałów dostarczanych rynkowi nie może być jednoznaczna i trzeba do niej podchodzić z dużą ostrożnością. Pomimo tego stanowią one cenne źródło informacji dla podejmowania decyzji finansowych przez dyrekcje przedsiębiorstwa.

Mgr Anna Wysokińska

Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa

Uniwersytet Łódzki

ANALIZA WPLYWU ZMIAN STRUKTURY KAPITAŁOWEJ NA EFEKTYWNOŚĆ KAPITAŁU AKCYJNEGO PRZEDSIĘBIORSTWA

I. CEL DZIAŁALNOŚCI FIRMY, A CEL WŁAŚCICIELI FIRMY

Dyskutując na temat istoty decyzji finansowych i zarządzania finansami należy postawić pytanie; co jest lub co powinno być podstawowym celem decyzji finansowych ?

Innymi słowy, co realizuje zarządzanie finansami pełnym sukcesu ?

Raporty finansowe publicznych spółek akcyjnych oprócz publikowanych sprawozdań finansowych wytyczają określone rodzaje celów do jakich zmierza firma. Podstawową deklaracją tych sprawozdań jest to, że głównym celem firmy jest działalność w interesie jej właścicieli.

Znaczenie powyższego stwierdzenia jest dość ogólne. Generalnie oznacza zwiększanie zysków i redukcję strat¹.

Najczęściej, maksymalizację zysków postrzega się jako najbardziej pożądaną efekt działalności firmy, który ma być podstawą powiększenia wartości majątku akcjonariuszy².

Jednym z mierników opisujących rentowność akcji będących w obiegu jest wskaźnik EPS,

¹ O.D.Bowlin, J.D.Martin, D.F.Scott, "Guide to financial analysis", McGraw-Hill Book Company 1980, s. 3.

² J.C.V.Horne, "Fundamentals of Financial Management", Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey 1989, s. 3.

którego można wyrazić za pomocą następującej formuły³.

$$EPS = \frac{NI}{NS} = \frac{(EBIT - I)(1 - T) - PD}{NS}$$

gdzie:

- EBIT - zysk operacyjny,
- I - odsetki od zaciągniętych długów,
- T - stopa podatku dochodowego,
- PD - dywidendy uprzywilejowane,
- NS - liczba akcji zwykłych pozostających w obrocie,
- NI - zysk netto.

Powyższy zapis wykazuje wpływ wielu czynników na zyskowność jednej akcji zwykłej.

Analizując kolejno powyższą formułę można wykazać, że wielkość wpływu powyższych czynników zależy głównie od ich struktury i siły wpływu ich elementów składowych na wynik finansowy oraz od struktury i wielkości kapitału akcyjnego.

II. KAPITAŁ WŁASNY W SPÓŁCE AKCYJNEJ, A KAPITAŁ AKCYJNY

Kapitał akcyjny jest podstawowym kapitałem spółek akcyjnych. Tworzony jest on przez wydanie akcji w zamian za wpłatę pieniężną lub wniesienie rzeczowych elementów majątkowych⁴.

Przez kapitał akcyjny rozumie się także, tą sumę czystego majątku, którą spółka zobowiązuje się w interesie wierzycieli utrzymać w całości i nie rozdzielać pomiędzy wspólników. Suma ta musi istnieć nienaruszona zanim przystąpi się do podziału zysków. Kapitał akcyjny w momencie rozpoczęcia działalności spółki akcyjnej powinien wynosić 1 mld.

³ G.C.Philippatos, W.W.Sihler, "Financial Management. Text and Cases", Allyn and Bacon 1991, s. 205.

⁴ "Leksykon finansowo - bankowy", PWE, W-wa 1991, s. 166.

zł. Spółka w ciągu swojej działalności może podwyższać kapitał akcyjny w drodze emisji nowych akcji. Podwyższenie kapitału akcyjnego może się łączyć z powiększeniem majątku spółki, możliwe jest jednak także podwyższenie kapitału w przypadku przeniesienia funduszy rezerwowych na kapitał akcyjny i wydanie tzw. akcji gratisowych.

Kapitał akcyjny dzieli się na akcje o równej wartości nominalnej, które nie mogą być wydawane poniżej tej wartości. Natomiast mogą one być wydawane powyżej tej wartości czyli po cenie emisyjnej. Wielkość ceny emisyjnej zależy głównie od wartości firmy na rynku, popytu na jej akcje oraz koniunktury na rynku giełdowym.

Kapitał będący różnicą między ceną emisyjną, a ceną nominalną powiększa kapitał własny spółki (ale nie kapitał akcyjny) i wpływa w całości do kapitału zapasowego.

Zadaniem kapitału zapasowego jest pokrywanie ewentualnych strat bilansowych spółki. Dopóki kapitał ten nie osiągnie przynajmniej jednej trzeciej kapitału akcyjnego, konieczny jest przelew przynajmniej 8 % czystego zysku rocznego. Również do kapitału zapasowego wpływają dopłaty, które uiszczają akcjonariusze w zamian za przyznanie szczególnych uprawnień ich dotychczasowym akcjom bez podwyższenia kapitału akcyjnego, o ile dopłaty te nie będą użyte na wyrównanie nadzwyczajnych odpisów lub strat.

Coroczne wstawianie do pasywów procentu osiągniętych zysków oraz pewnych wpłat akcjonariuszy tworzy fundusz służący do wyrównania ewentualnych strat bilansowych. W wypadku zajścia takiej straty należy skreślić taką część kapitału zapasowego jaka jest potrzebna na pokrycie uszczerbku przez co ułatwia się pobór dywidendy w latach następnych.

Kapitał zapasowy może być użyty w ramach ustawowych jedynie na pokrycie strat bilansowych, nie zaś ewentualnych strat w ciągu roku gospodarczego nie wywołujących stanu pod bilansem (przez bilans rozumie się tylko bilans roczny nie zaś sporządzone ewentualnie w ciągu roku bilanse częściowe). Do wyrównania strat nie można używać innego kapitału rezerwowego dopóki kapitał zapasowy istnieje.

Na pokrycie szczególnych strat i wydatków statut może przewidzieć tworzenie kapitałów pod nazwą funduszy rezerwowych. O użyciu kapitałów zapasowego i rezerwowego rozstrzyga walne zgromadzenie akcjonariuszy. Sumy kapitałów zapasowego i rezerwowego powinny być produktywnie angażowane w działalność spółki, chyba że statut nakazuje wyłączenie tych sum

z obrotu w spółce⁵.

1. STRUKTURA KAPITAŁU AKCYJNEGO

Strukturę kapitału akcyjnego spółki akcyjnej stanowią papiery wartościowe zwane akcjami, które wyrażają określoną sumę pieniężną nominalną, lub też mogą oznaczać określony udział procentowy w całości kapitału, bez oznaczania nominalnej sumy udziału⁶.

Na strukturę kapitału akcyjnego składają się różne rodzaje akcji, które można podzielić według określonych kryteriów.

Ze względu na formę obrotu akcje dzieli się na akcje na okaziciela oraz akcje imienne (rejestrowane).

Akcja na okaziciela nie zawiera w tekście wzmianki do kogo należy i uprawnia każdego posiadacza do wykonywania praw akcyjnych. Jej zbycie następuje przez wręczenie akcji "z ręki do ręki".

W przypadku akcji imiennych właściciel takiego papieru wartościowego musi zostać wpisany do tzw. księgi akcyjnej gdzie na tej podstawie otrzymuje akcje wystawione na jego osobę dzięki czemu może korzystać z praw z tej akcji.

Przeniesienie własności akcji imiennej następuje poprzez pisemne oświadczenie na samej akcji, wręczenie wręczenie jej innej osobie oraz odnotowaniu tego w księdze akcyjnej spółki. Zamiana akcji imiennych na okaziciela i odwrotnie jest ograniczona ustaleniami zawartymi w kodeksie handlowym, a także może ograniczać je statut spółki (np. tzw. akcje aportowe, które są wydawane za wkłady niepieniężne i których nie można zbyć aż do zatwierdzenia przez walne zgromadzenie sprawozdania i rachunków za drugi rok obrachunkowy. Akcjom imiennym może przysługiwać uprzywilejowanie co do głosu.

Szczególną odmianą akcji imiennych są świadectwa tymczasowe. Stwierdzają one prawa

⁵ T.Dziurzyński, Z.Fenichel, "Kodeks handlowy z komentarzem i skorowidzem", Grand Gamma 1994, s. 333-473.

⁶ J.Buchacz, "Zasady funkcjonowania giełdy", Ośrodek Doradztwa i Szkolenia Jaktorów, s. 47-48.

akcjonariusza do spółki, podlegają wpisaniu do księgi akcyjnej, są zbywalne, dają prawo do uczestniczenia w walnym zgromadzeniu oraz do dywidendy. Akcje imienne nie mogą być wydawane przed pełną wpłatą, natomiast świadectwa tymczasowe wydawane są na dowód dokonania częściowej wpłaty na akcje na okaziciela. Po dokonaniu pełnej wpłaty, świadectwa tymczasowe podlegają wymianie na akcje na okaziciela.

Ze względu na zakres uprawnień przysługujących akcjonariuszowi akcje można podzielić na zwykłe i uprzywilejowane.

Akcje uprzywilejowane dają prawo ich posiadaczowi do pierwszeństwa w otrzymaniu dywidendy, do zwiększonej jej wielkości, zwiększonego udziału w podziale majątku spółki w przypadku jej likwidacji oraz prawo do większej liczby głosów na walnym zgromadzeniu wspólników. Możliwe jest także przyznanie wyłącznego prawa poboru nowych akcji w przypadku podwyższenia kapitału akcyjnego. Należy podkreślić, że w praktyce bardzo rzadko występuje jednocześnie uprzywilejowanie akcji co do głosu i zwiększonego udziału w podziale zysków spółki. Akcje uprzywilejowane można dalej podzielić na akcje uprzywilejowane zwykłe i skumulowane.

Akcje uprzywilejowane zwykłe dają gwarancje wypłaty dywidendy w określonej wysokości przed akcjami zwykłymi lecz tylko za te okresy, za które spółka wypracuje zyski.

Natomiast akcje uprzywilejowane skumulowane zapewniają dywidendę za wszystkie lata, a jeśli spółka nieposiadałaby środków na jej wypłatę to dywidendy powinny być wypłacone w wielkości skumulowanej z późniejszych zysków.

W literaturze można spotkać także pojęcie akcji złotych oraz akcji milczących.

Akcje złote są odmianą akcji uprzywilejowanych, których posiadacze mogą decydować np. o nowych emisjach papierów wartościowych spółki, mają zwiększone uprawnienia decyzyjne w sprawach strategii działania spółki. Akcje te zapewniają wielokrotność głosów na walnym zgromadzeniu w stosunku do akcji zwykłych⁷.

Akcje milczące są papierami wartościowymi, których właściciele nie mają prawa głosu na walnym zgromadzeniu. Akcje bez prawa głosu emitowane są przez firmy w celu zabezpieczenia

⁷ W. Grzegorzczak, "Rynek papierów wartościowych", Wydawnictwo U.L., Łódź 1993, s. 18-19.

się przed spekulacyjnym wykupywaniem pakietów kontrolnych przez wielkich konkurentów. Na rynku akcji można spotkać się z pojęciem tzw. akcji groszowych, akcji pierwszorzędnych (blue chips) i akcji użytkowych.

Akcje są obiegowym określeniem akcji o bardzo niskim nominale i towarzyszącej mu niskiej wartości rynkowej. Są one łatwo dostępne dlatego często podlegają transakcjom spekulacyjnym⁸. Akcje pierwszorzędne (tzw. blue chips - "niebieski żeton") są papierami wartościowymi o najwyższej jakości reprezentujące dobre przedsiębiorstwa, które wykazują się dobrymi perspektywami na wzrost swojej wartości i trwałą polityką co do wypłat dywidendy⁹. Akcje użytkowe pojawiają się wtedy, gdy spółka za swoje umorzone akcje wydaje nowe akcje imienne bez wartości nominalnej. Ich posiadacz nie ma prawa do normalnej dywidendy ani do udziału w majątku spółki po jej likwidacji przed umorzeniem wszystkich akcji. Zagwarantowane ma natomiast: udział w podziale ysku, jaki pozostaje po wypłacie zwyczajnej dywidendy, oraz uczestnictwo w podziale w tej części majątku, jaka pozostaje po pokryciu pełnej wartości nominalnej akcji spółki w przypadku jej likwidacji¹⁰.

Szczególnym tytułem do udziału w zyskach są świadectwa założycielskie. Nie są to akcje, gdyż nie przedstawiają one części kapitału akcyjnego i nie są z nimi związane inne uprawnienia akcjonariusza. Są to tytuły, które spółka może wydać za usługi oddane przy jej powstaniu założycielom albo innym osobom, które przyczyniły się do założenia spółki. Świadectwa założycielskie mogą być wydane jedynie przed zarejestrowaniem spółki i muszą być imienne przez cały czas istnienia. Mogą one być wydane najwyżej na 25 lat od dnia zarejestrowania spółki. Świadectwa takie dają prawo uczestnictwa w zyskach w wysokości określonej przez statut, ale dopiero po odliczeniu na rzecz akcjonariuszy minimalnej, oznaczonej w statucie dywidendy, nie niższej niż przeciętna stopa dyskontowa NBP obowiązująca dla weksli krajowych. Wysokość wynagrodzenia można wyznaczyć w stałej kwocie lub w procencie dywidendy. Dopóki z zysku nie wypłacono minimalnej dywidendy, wynagrodzenie wynikające

⁸ A.Sopoćko, "Giełda papierów wartościowych", PWE, Warszawa 1991, s. 41.

⁹ W.Ciechorski, "Mały słownik giełdowy", Societe de Banque Suisse, TOPOS FOKUS, Gdańsk 1993, s. 11.

¹⁰ W. Grzegorzczak, tamże, s. 20.

ze świadectwa założycielskiego nie może być wypłacone.

Poza tym spotyka się nieznane naszemu kodeksowi handlowemu akcje pracy (pracownicze), które zazwyczaj przyznawane są szczególnie zasłużonym pracownikom danej spółki. Są one imienne, niezbywalne i dożywotnie¹¹.

III. STRUKTURA KAPITAŁU FIRMY, A CZYNNIKI NA NIĄ WPLYWAJĄCE

1. ISTOTA STRUKTURY KAPITAŁU

Kapitał własny jest zazwyczaj niewystarczający dla rozwoju przedsiębiorstwa dlatego firmy szukają sposobów zwiększenia kapitału własnego lub zadłużają się. Zobowiązania długookresowe, akcje uprzywilejowane, akcje zwykłe to trzy zewnętrzne źródła kapitału, które firma może używać do finansowania projektów inwestycyjnych i operacyjnych. Zyski zatrzymane są natomiast wewnętrznym źródłem funduszy. Udział każdego z poszczególnych źródeł funduszy tworzy kombinację kapitałową firmy, która wpływa na efektywność działania przedsiębiorstwa¹².

Powyższe źródła finansowania tworzą w spółce strukturę kapitału, która w literaturze określana jest jako proporcja kapitału obcego do kapitału własnego, a dokładniej: jako relacja zadłużenia długoterminowego do kapitału własnego co nazywa się terminem "napędzanej struktury kapitału" (geared or leveraged capital structure).

Strukturę kapitału określa się także jako relację:

1. pomiędzy kapitałem własnym, a łączną kwotą kapitału,
2. pomiędzy kapitałem obcym, a łączną kwotą kapitału,
3. kapitału długoterminowego do krótkoterminowego.

¹¹ R.Czerniawski, "Poradnik akcjonariusza", Wydawnictwo PARK Bielsko - Biała 1991, s. 25-26.

¹² G.C.Philippatos, W.W.Sihler, tamże, s. 196, 204.

Kapitał własny posiada ważną rolę w strukturze kapitału, ponieważ pełni on funkcję gwaranta dla banków i wierzycieli. Bez jego dostatecznej wysokości trudno jest firmom pozyskiwać kapitał obcy, a także występują trudności w prowadzeniu samodzielnej polityki finansowej.

Ważnym zadaniem menedżera finansowego jest ustalenie jaka jest dobra proporcja długu i kapitału własnego w całkowitych zasobach finansowych.

Menedżer powinien orientować się w wysokości korzyści wynikających z właściwie ukształtowanej struktury kapitału. Powinien znać nie tylko wielkość kapitału jaka jest mu potrzebna do zrealizowania projektu gospodarczego ale także jakie mechanizmy rządzą finansowaniem kapitałowym przedsiębiorstwa, co wyznacza granicę opłacalności korzystania z kapitału obcego.

Udzielenie odpowiedzi na te zagadnienia wymaga przeanalizowania skutków zadłużania się przedsiębiorstwa w układzie różnych proporcji kapitału własnego i długu.

Generalną zasadę kształtowania struktury kapitału można zdefiniować w następujący sposób:

- korzystanie z kapitału obcego jest tylko wtedy opłacalne, gdy zyskowność całkowitego kapitału przewyższa koszt pozyskania kapitału obcego tzn. koszt odsetek od kapitału obcego.

Należy wspomnieć również, że w teorii analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa kształtowanie struktury kapitału powiązane jest z tzw. złotą regułą bilansową. Reguła ta głosi, że kapitał własny powinien finansować majątek trwały lub kapitał własny powinien pokrywać majątek trwały w granicach 70 %¹³.

W praktyce nie zawsze jest możliwa do zastosowania powyższa reguła, ponieważ na ogół kapitały własne są niższe od wartości majątku trwałego. Wynika to przede wszystkim z ograniczonej zasobności kapitałowej na starcie i ograniczonych możliwości późniejszego powiększania i akumulacji kapitału.

Struktura kapitałowa według Banku światowego powinna wynosić 33:67, a według UNIDO

¹³ L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj... "Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie", Wydawnictwo A.E. im. O. Langego, Wrocław 1993, s. 108.

50:50¹⁴.

2. CZYNNIKI WPLYWAJĄCE NA STRUKTURĘ KAPITAŁU.

Kształtowanie struktury kapitału zależy od wielu czynników ale do podstawowych z nich zalicza się profil ryzyka oraz koszt pozyskania danego rodzaju kapitału.

Ocena kosztu jest problemem trudnym z powodu różnorodnych źródeł finansowania, niestabilności warunków finansowych, inflacji i ryzyka. Każdy komponent struktury kapitałowej charakteryzuje się innym kosztem. Tak więc kosztem długu jest faktycznie płacona stopa procentowa od kredytów i pożyczek pomniejszona o kwotę powstającą w wyniku osłony podatkowej, natomiast kosztem kapitału własnego jest dywidenda wypłacana właścicielom spółki akcyjnej, która jest pokrywana z zysku. Wysokość kosztu ściśle wiąże się z efektywnością struktury kapitałowej firmy co ma wpływ na wielkość zysku na jedną akcję¹⁵.

Kolejnym czynnikiem formującym strukturę kapitałową jest stopień ryzyka. Każde przedsiębiorstwo charakteryzuje się innym stopniem ryzyka dlatego powinno mieć inną strukturę kapitału.

W swojej działalności gospodarczej przedsiębiorstwo spotyka się z dwoma rodzajami ryzyka:

- ryzykiem wytwórcy (operacyjnym),
- ryzykiem finansowym¹⁶.

Ryzyko wytwórcy można określić jako niepewność związaną z codzienną działalnością operacyjną przedsiębiorstwa, która związana jest z charakterem i warunkami jego funkcjonowania. Ryzyko to obejmuje produkcję, sprzedaż, zarządzanie firmą itp., a także jest wpływem czynników o charakterze zewnętrznym.

¹⁴ A.Malewicz, "Zarządzanie finansami w przedsiębiorstwach państwowych i spółkach", ORGMASZ, W-wa 1993, s. 141-144.

¹⁵ N.A.Skov, "Finanse i zarządzanie", Wydawnictwo PRET, W-wa 1994, s. 165-173.

¹⁶ O.D.Bowlin, J.D.Martin, D.F.Scott, "Guide to financial analysis", McGraw-Hill Book Company 1980, s. 246.

Ryzyko jest pojęciem związanym z dyspersją, rozrzutem czy też inaczej odchyleniem zysku operacyjnego od oczekiwanej jego wartości.

Ryzyko zmienności EBIT mierzy się współczynnikiem wariacji:

$$CV = \frac{\sigma EBIT}{\overline{EBIT}}$$

gdzie:

CV	-	współczynnik wariacji,
$\sigma EBIT$	-	standardowe odchylenie w rocznym EBIT,
$\overline{\text{sr. EBIT}}$	-	średnia wartość EBIT.

Powyższy współczynnik pomaga w ustaleniu udziału odchylenia EBIT w ciągu danego okresu w stosunku do wartości średniej EBIT.

Współczynnik ten jest szczególnie pomocny przy porównywaniu firm o tym samym odchyleniu standardowym wartości EBIT, gdzie można określić, która z firm charakteryzuje się większym ryzykiem operacyjnym.

Ryzyko finansowe w przeciwieństwie do ryzyka wytwórcy związane jest z decyzjami finansowymi, a tym samym z wspomaganiem finansowym, które polega na wykorzystywaniu długu lub także kapitału uprzywilejowanego w strukturze kapitału firmy w celu poprawienia efektywności funkcjonowania. Zastosowanie długu lub kapitału uprzywilejowanego naraża zwykłych akcjonariuszy na ryzyko finansowe, które w sumie z ryzykiem zmienności EBIT (czyli ryzykiem wytwórcy) zwiększy ryzyko całkowite firmy. Oznacza to, że zmniejsza się prawdopodobieństwo pokrycia zyskami kosztu odsetek od kredytów i zobowiązań dywidendowych. Ryzyko finansowe zawiera w sobie dwie formy ryzyka:

1. zwiększenie zmienności zysku na 1 akcję,
2. podwyższenie ryzyka niewypłacalności.

Analiza operacyjnego i finansowego ryzyka jest ściśle związana z wyborem określonej struktury kapitałowej firmy¹⁷.

¹⁷ O.D.Bowlin, J.D.Martin, D.F.Scott, "Guide to financial analysis", McGraw-Hill Book Company 1980, s. 246-248.

Struktura kapitału powinna odzwierciedlać równowagę między ryzykiem wytwórcy, a ryzykiem finansowym. Oznacza to, że wysokiemu ryzyku wytwórcy powinno towarzyszyć niskie ryzyko finansowe i odwrotnie: przedsiębiorstwa niskiego ryzyka operacyjnego mogą korzystać z większej stopy zadłużenia.

Kształtowanie proporcji pomiędzy kapitałem własnym i długiem zależy także od wielu innych czynników, do których możemy zaliczyć:

- sprzedaż - ważne jest osiągnięcie zaplanowanego poziomu sprzedaży,
- rentowność - szczególnej analizie należy poddać wahania zysku wynikające z różnego

rodzaju ryzyka w przekroju całego przedsiębiorstwa i na głównych produktach,

- stopy procentowe - należy poddać badaniu ich wysokość i zmienność w czasie,
- przepływy gotówki - należy ocenić ich wysokość na pokrycie spłaty rat długów i

odsetek; należy również przeprowadzić analizę źródeł generowania gotówki,

- koszt kapitału - powinno dążyć się do minimalizacji kosztu pozyskania kapitału,
- polityka właścicieli i kierownictwa firmy w zakresie minimalizacji lub maksymalizacji

ryzyka,

- stanowisko pożyczkodawców w stosunku do finansowania przez nich określonego

przedsięwzięcia¹⁸.

III. ANALIZA WPLYWU ZMIAN STRUKTURY KAPITAŁU NA EFEKTYWNOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA NOTOWANEGO NA WGPW (NA PODSTAWIE "PRÓCHNIK" SPÓŁKA AKCYJNA)

Jednym z mierników opisującym wskaźnik EPS jest rentowność kapitału własnego (ROE). Rosnąca wartość tego wskaźnika świadczy w syntetycznym wyrazie o wyższej efektywności zaangażowanego kapitału własnego. Prowadzi to zazwyczaj do uzyskiwania wyższych dywidend oraz większych możliwości rozwoju firmy¹⁹.

Aby zbadać czynniki wpływające na ROE firmy, a szczególnie siłę i wielkość ich

¹⁸ A. Malewicz, "Zarządzanie finansami w przedsiębiorstwach państwowych i spółkach", ORGMASZ, W-wa 1993, s. 144-146.

¹⁹ L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj... tamże, s. 81.

wpływu, analizuje się je poprzez rozkład ROE na części składowe jako produkt iloczynu serii wskaźników. Ten sposób rozkładu wskaźnika ROE jest często nazywany rozkładem Du Pont'a, który można przedstawić w następujący sposób:

$$ROE = \frac{\text{zysk netto}}{\text{zysk przed opodatkowaniem}} * \frac{\text{zysk przed opodat.}}{EBIT} * \frac{EBIT}{\text{sprzedaż}} * \frac{\text{sprzedaż}}{\text{aktywa}} * \frac{\text{aktywa}}{\text{kapitał własny}}$$

Skupiając uwagę na współczynnikach EBIT/sprzedaż oraz sprzedaż/aktywa można zauważyć, że ich iloczyn jest wcześniej omawianym ROA (relacja EBIT/aktywa).

Współczynnik EBIT/sprzedaż nazywany jest stopą zwrotu ze sprzedaży (ROS). Natomiast drugi czynnik - sprzedaż/aktywa znany jest jako obrotowość majątku, który wskazuje na efektywność wykorzystania majątku przez firmę czyli mierzy roczną sprzedaż wygenerowaną przez jednostkę majątku firmy. Można zauważyć, że wartość iloczynu obydwu powyższych współczynników nie zależy od dźwigni finansowej firmy, ale od dźwigni operacyjnej (która wskazuje na efektywność działalności operacyjnej firmy).

Współczynnik zysku netto/zysku przed opodatkowaniem, który nazywany jest stopą obciążenia podatkiem dochodowym, odzwierciedla wymagania podatkowe rządu oraz politykę kształtowania minimalizacji kosztu wynikającego z tego obciążenia.

Analiza pozostałych współczynników wykazuje wpływ struktury kapitału firmy.

Wartość relacji zysku przed opodatkowaniem/EBIT będzie największa kiedy w firmie nie będzie istniał koszt oprocentowania długu co można wyrazić:

$$\frac{\text{zysk przed opodat.}}{EBIT} = \frac{EBIT - \text{koszt oprocentowania}}{EBIT}$$

Czynnik ten można nazwać stopą obciążenia z tytułu zadłużenia.

Relacja aktywa/kapitał własny jest miarą stopnia finansowego wspomaganie firmy.

$$\frac{\text{aktywa}}{\text{kapitał własny}} = \frac{\text{kapitał własny} + \text{dług}}{\text{kapitał własny}} = 1 + \frac{\text{dług}}{\text{kapitał własny}}$$

Miarą wartości dźwigni finansowej jest iloczyn stopy obciążenia z tytułu wartości zadłużenia oraz stopnia finansowego wspomaganie firmy.

Podsumowując powyższe związki między współczynnikami można zapisać, że:

$ROE = \text{stopa obciążenia podatkiem} * \text{stopa obciążenia kosztem odsetek} * \text{zyskowność sprzedaży} * \text{obrotowość sprzedaży} * \text{stopa wspomagania finansowego firmy}.$

Ponieważ,

$ROA = \text{zyskowność sprzedaży} * \text{obrotowość aktywów}$

oraz

$\text{czynnik dźwigni finansowej} = \text{stopa obciążenia odsetkami} * \text{stopa wspomagania finansowego},$
wtedy

$ROE = \text{stopa obciążenia podatkiem} * ROA * \text{czynnik dźwigni finansowej}^{20}.$

Powyższy rozkład analityczny czynników ROE pozwala wykorzystać go w praktyce badawczej.

Przykładem, który posłużył w analizie wskaźnika ROE były dane finansowe publikowane przez łódzką spółkę akcyjną "Próchnik".

W poniższej tabeli zostały przedstawione wyniki poszczególnych współczynników ROE, na których została przeprowadzona dalsza część badań.

Tabela 1

Wartości współczynników wpływających na ROE dla spółki
akcyjnej "Próchnik" w latach 1991-1994.

	Zn/Zpo	Zpo/ebit	ebit/A	A/Kw	ROE
1991	0.607	0.493	0.140	1.441	0.060
1992	0.560	0.731	0.322	1.682	0.222
1993	0.574	0.770	0.334	1.742	0.257
1994	0.670	0.725	0.298	1.759	0.254

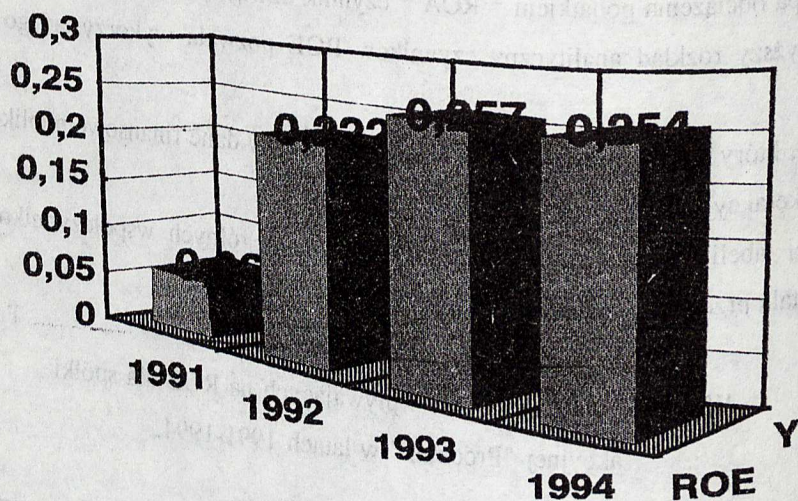
Źródło: Opracowanie własne.

²⁰ Z.Bodie, A.Kane, A.J.Marcus, "Essentials of investments",
IRWIN 1992, s. 449-453.

(Zn - zysk netto, Zpo - zysk przed opodatkowaniem, ebit - zysk przed opod. i oprocent., A - aktywa, Kw - kapitał własny.)

Rysunek 4

Wartość ROE dla Próchnik S.A. w okresie 1991-1994.



Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 2

Dynamika wzrostu wskaźnika ROE dla spółki akcyjnej "Próchnik"
w latach 1991-1994

	1992/1991	1993/1992	1994/1993
ROE	1.37	1.16	0.99

Źródło: Opracowanie własne.

Współczynnik ROE w przeciągu czterech lat wykazuje tendencję wzrostową (poza rokiem 1994, w którym nastąpił niewielki spadek o 0,3 %). Natomiast jego dynamika zachowania się w tym okresie wykazuje odpowiednio proporcjonalny spadek z okresu na okres. Przyczyny zmian wzrostu tego wskaźnika zostaną wyjaśnione w dalszej części analizy badawczej jego współczynników.

Czynnik Zpo/ebit nazywany stopą obciążenia odsetkami określa ile przypada zysku przed opodatkowaniem na jednostkę zysku przed opodatkowaniem i oprocentowaniem (ebit). Dla przedsiębiorstwa, które finansuje się wyłącznie kapitałami własnymi oraz zyskiem zatrzymanym wielkość tego współczynnika jest równa 1. W przykładzie spółki akcyjnej "Próchnik" wielkość tego wskaźnika jest mniejsza od 1 co oznacza, że firma ta finansuje się kapitałem obcym.

W ciągu istnienia spółki akcyjnej "Próchnik" najmniejsza wielkość tego wskaźnika przypada na rok 1991 o wartości równej 0.493. Niska wartość miernika wynika z wysokich kosztów finansowych, których udział w zysku operacyjnym wynosił 51 % (dla porównania w pozostałych latach udział ten wynosił odpowiednio: 0.27; 0.23; 0.27) oraz co z tego wynika niskiej wartości sprzedaży netto w roku 1991.

W kolejnych latach (1992 - 1993) wartość tego wskaźnika wzrasta co oznacza poprawę polityki kształtowania kosztów finansowych, a także wzrost efektywności wykorzystania kapitałów firmy. W roku 1994 wartość Zpo/ebit spadła co było skutkiem wzrostu wartości zadłużenia, a tym samym wzrostu kosztów finansowych przy jednoczesnym spadku tempa efektywności gospodarowania przedsiębiorstwa.

Analizując wskaźnik A/Kw wynika, że następuje systematyczna zmiana struktury kapitałowej i zwiększenia udziału zadłużenia firmy.

Wzrost wskaźnika Zpo/ebit, (tzn. wzrost Zpo na jednostkę ebit) oraz wzrost zadłużenia firmy powoduje wzrost efektywności działalności finansowej firmy czego wynikiem jest wzrost czynnika dźwigni finansowej.

1991-1992	1992-1993	1993-1994
0.99	1.16	1.37

Tabela 3

Czynnik dźwigni finansowej "Próchnik" S.A.

w latach 1991-1994

	czynnik dźwigni finansowej
1991	0.71
1992	1.23
1993	1.34
1994	1.28

Źródło: Opracowanie własne.

Analiza danych z powyższej tabeli wykazuje negatywny efekt dźwigni finansowej w 1991 gdzie wzrost ebit o 1 % spowodował zmniejszenie Zpo o 29 %. W pozostałych latach występuje pozytywne oddziaływanie dźwigni, które powoduje przyrost efektywności przedsiębiorstwa w wyniku zmiany struktury kapitałowej.

Analiza siły wpływu i kierunku oddziaływania poszczególnych czynników na wskaźnik ROE "Próchnik S.A." została przeprowadzona metodą różnic cząstkowych (w metodzie tej zastosowano korekty uproszczające), z której wyniki zostały zamieszczone w tabeli 4).

Tabela 4

Rezultaty z badań siły wpływu poszczególnych współczynników ROE
wykonane metodą różnic cząstkowych za okres 1991-1994

	Zn/Zpo	Zpo/ebit	ebit/A	A/Kw
1992/1991 ROE	-0.58 %	4.13 %	11.33 %	1.27 %
1993/1992 ROE	0.58 %	1.26 %	0.87 %	0.83 %
1994/1993 ROE	3.87 %	-1.52 %	-2.88 %	0.25 %

Źródło: Opracowanie własne.

(Zn - zysk netto, Zpo - zysk przed opodatkowaniem, ebit - zysk przed opod. i oprocent., A - aktywa, Kw - kapitał własny.)

Analizując lata 1991-1992 można zauważyć, że najsilniej spośród wszystkich czynników wpłynęła na ROE zmiana czynnika ROA (ebit/A), która spowodowała wzrost ROE o 0.1133 (11.33 %). Wartość ta stanowi 69.9 % całkowitego wzrostu ROE (0.162).

Siła wpływu ROA była spowodowana wzrostem zysku operacyjnego o 2.83 razy w stosunku do roku poprzedniego.

Na wartość tego zysku miało wpływ zwiększenie sprzedaży netto o 60 % oraz zmniejszenie kosztów działalności, których udział w sprzedaży netto zmniejszył się z 0.89 do 0.81 w 1992 roku.

Z analizy siły wpływu dźwigni finansowej na wskaźnik ROE wynika, że zmiana czynnika Zpo/ebit spowodowała wzrost ROE o 0.0413 (4.13 %), a zmiana czynnika A/Kw wykazała wzrost ROE o 0.0127 (1.27 %). Wpływ czynnika dźwigni finansowej na zmianę wskaźnika ROE w tym okresie posiada mniejsze znaczenie niż wskaźnika ROA ponieważ jego

udział we wzroście ROE równał się 25 %.

W latach 1993/1992 wskaźnik rentowności kapitału własnego wzrósł w mniejszym stopniu do poprzedniego okresu. Największą siłą wpływu na jego wzrost wykazała zmiana wskaźnika stopy obciążenia odsetkami, która spowodowała wzrost ROE o 0.0182 (1.82 %). Wartość ta była spowodowana większym udziałem zysku przed opodatkowaniem na jednostce zysku przed opodatkowaniem i oprocentowaniem co wiąże się ze zmniejszeniem obciążenia kosztami finansowymi i efektywniejszą działalnością firmy.

W okresie lat 1993/1994 wskaźnik ROE obniżył się, a wraz z nim jego dynamika. Największa siła wyniknęła ze zmiany wskaźnika ROA, która zmniejszyła ROE o 0.0288 (2.88 %), a następnie zmiana wskaźnika stopy obciążenia odsetkami, który zmniejszył ROE o 0.0152.

Znaczenie wpływu struktury kapitałowej i jej zmiany posiada w firmie ogromne znaczenie, świadczy o tym wskaźnik wrażliwości zmiany ROE na zmiany poszczególnych jego współczynników. Wyniki wrażliwości zmian ROE zamieszczone są w tabeli 5.

Tabela 5

Wrażliwość ROE na zmiany jego współczynników
w okresie lat 1991-1994

	$\beta(\text{ROE})$
Zn/Zpo	-1.1142
Zpo/ebit	0.5902
ebit/A	0.7475
A/Kw	0.7224

Źródło: Opracowanie własne.

(Zn - zysk netto, Zpo - zysk przed opodatkowaniem, ebit - zysk przed opodatkowaniem i oprocentowaniem, A - aktywa, Kw - kapitał własny, $\beta(\text{ROE})$ - współczynnik wrażliwości ROE).

Największym współczynnikiem wrażliwości dla ROE wykazał się współczynnik ROA o wartości 0.7475, oraz współczynnik struktury kapitałowej o wartości 0.7224. Interpretując powyższą sytuację można powiedzieć, że zmiana wskaźnika struktury kapitałowej w okresie lat 1991 - 1994 o 1 % spowodowała zmianę wskaźnika ROE o 0.72 %, natomiast zmiana wskaźnika ROA o 1 % wpłynęła na zmianę ROE w 0.74 %.

Reasumując można stwierdzić, że efektywność kapitału badanego przedsiębiorstwa zależała w głównej mierze od rentowności operacyjnej jego działalności. Struktura kapitałowa i udział w niej obcych funduszy (głównie związanych z bieżącą działalnością) nie wpłynęły w znacznym stopniu na efektywność działania firmy czego dowodem jest między innymi wynik wskaźnika wrażliwości beta. Jedynie dźwignia finansowa pozytywnie wpływa na wzrost efektywności wykorzystania kapitału firmy związanego ze zmianą struktury kapitałowej jak i kosztem pozyskania funduszy obcych.