

Elżbieta Wrońska

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

ZWIĄZEK STRUKTURY KAPITAŁU Z WYNIKAMI FINANSOWYMI

1. Pojęcie struktury kapitału

Strukturę kapitału można zdefiniować jako proporcję udziału kapitału własnego i obcego w kapitałach przedsiębiorstwa. Struktura kapitału stanowi część struktury finansowej (struktury pasywów). Struktura finansowa dotyczy całości pasywów bilansu, ujmując zadłużenie krótko- i długoterminowe oraz kapitały własne [Jarzemowska 1996, s. 14]. Kapitały, będące podstawą określenia struktury kapitału, dotyczą kapitałów zainwestowanych w przedsiębiorstwie, czyli zobowiązań, od których płacone są odsetki, oraz kapitału własnego [Duliniec 1998, s. 14]. A zatem, określając wielkość kapitału, nie bierze się pod uwagę zobowiązań wobec dostawców, zobowiązań podatkowych i z tytułu wynagrodzeń, gdyż od tych zobowiązań przedsiębiorstwo nie płaci odsetek. Inaczej kapitał można zdefiniować jako środki finansujące aktywa trwałe i obrotowe pomniejszone o zobowiązania bieżące nie obciążone oprocentowaniem. Zainwestowany kapitał jest wówczas mniejszy od sumy bilansowej.

Decyzje w zakresie kształtowania struktury kapitału dotyczą zatem wielkości oraz relacji kapitału własnego i kapitału obcego obciążonego odsetkami w finansowaniu majątku i działalności przedsiębiorstwa. Podstawowymi cechami związanymi z kapitałem i strukturą kapitału jest koszt kapitału i ryzyko wiążące się z wykorzystaniem danego rodzaju kapitału.

Koszt kapitału odzwierciedlany jest stopą procentową wyrażającą rynkową stopę dochodu uzyskiwaną przez dostawców kapitału. Inaczej, koszt kapitału jest to cena, jaką płaci przedsiębiorstwo za możliwość korzystania z kapitału. W związku z różnicami pomiędzy kapitałem własnym i kapitałem obcym występują także różnice pomiędzy kosztem kapitału własnego i kosztem kapitału dłużnego. W przypadku

kapitału dłużnego istnieje zjawisko tarczy podatkowej. Związane jest to z faktem, że kwoty wypłacane na rzecz wierzycieli z tytułu obsługi udostępnionego przez nich kapitału (odsetki) pomniejszają dochód przedsiębiorstwa, będący podstawą do opodatkowania, a jednocześnie zmniejszają płatności podatkowe. W efekcie firma ponosi koszt obsługi kapitału dłużnego, lecz jest on mniejszy w związku z korektą o korzyści związane z tarczą podatkową. Dlatego też, przy określonej stopie dochodu požądanej przez wierzycieli, koszt kapitału dłużnego może zostać obniżony w stosunku do wypłacanych odsetek.

Fakt, że koszt kapitału dłużnego jest niższy w związku z istnieniem tarczy podatkowej, może sugerować, że pozyskiwanie tańszych kapitałów obcych jest dla firmy lepszym rozwiązaniem, zatem przedsiębiorstwa mogą dążyć do zwiększania udziału kapitałów obcych w finansowaniu działalności i majątku. Jest to jednak duże uproszczenie, gdyż takie ujęcie nie uwzględnia szeregu innych czynników wpływających na kształtowanie struktury kapitału, np. ryzyka związanego z prowadzeniem działalności i związanego z wykorzystaniem kapitałów obcych.

Ryzyko związane z wykorzystaniem kapitałów obcych przejawia się w sytuacji wzrostu zadłużenia – rośnie wówczas obciążenie zysku operacyjnego odsetkami płaconymi od coraz wyższego zadłużenia. Firma, zwiększając wskaźnik udziału zadłużenia, przeznaczając coraz większą część zysku operacyjnego (EBIT) na spłatę odsetek. O ile wielkość oczekiwanych dochodów operacyjnych może być zmienna, o tyle opłaty z tytułu zadłużenia są stałe. A więc im wyższy poziom wykorzystania kapitału dłużnego w finansowaniu firmy i wyższe stałe obciążenia kosztami odsetkowymi, tym wyższe prawdopodobieństwo, że spadek dochodów doprowadzi do trudności finansowych (płatniczych) – i wyższe prawdopodobieństwo upadłości (bankructwa).

2. Miary efektów działania przedsiębiorstwa

Mierniki efektów działania można podzielić na mierniki tradycyjne (księgowy zysk netto) oraz mierniki nowoczesne. Mierniki nowoczesne zostały sformułowane w związku z rozwojem koncepcji zarządzania wartością (VBM – *value based management*). W grupie mierników nowoczesnych można wyróżnić m.in.: ekonomiczną wartość dodaną (EVA – *economic value added*) oraz wartość dla akcjonariuszy (SHV – *shareholder value*) [Cwynar, Cwynar 2000; Cwynar, Cwynar 2002].

Podstawowym miernikiem efektów działania przedsiębiorstwa jest księgowy wynik finansowy – zysk netto. Jest on ustalany na podstawie zasad księgowych jako różnica pomiędzy ogółem przychodów księgowych i kosztów księgowych związanych z prowadzeniem działalności, przy czym do księgowych kosztów działania wlicza się wyłącznie koszty kapitału obcego. Zysk netto jest ustalany w sposób następujący:

$$\text{Zysk netto} = (EBIT - I) * (1 - T) = EBIT * (1 - T_g) - I \quad (1)$$

gdzie: *EBIT* – zysk operacyjny, wynik finansowy przed uwzględnieniem odsetek i opodatkowania podatkiem dochodowym,

T – stopa podatku dochodowego,

T_g – gotówkowa stopa podatku dochodowego,

I – koszty odsetkowe.

Obsługa kosztu kapitału własnego w systemie pomiaru efektów wykorzystującym zysk netto jest elementem podziału wyniku finansowego. Zysk netto powinien być wystarczający na pokrycie kosztu kapitału własnego oraz dodatkowo może być związany z koniecznością obsługi kapitału obcego (jego spłatą), finansowaniem wydatków związanych z inwestycjami w majątek trwały lub kapitał obrotowy netto. Kwota ponad te wielkości będzie związana z dodatkową wartością dla akcjonariuszy.

Ekonomiczna wartość dodana (EVA) jest ustalana w sposób następujący (m.in. [Siudak 2001, s. 67]):

$$EVA = NOPAT - WACC * IC = (ROIC - WACC) * IC \quad (2)$$

gdzie: *NOPAT* – zysk operacyjny po opodatkowaniu, czyli *EBIT* (1 - *T*) (*net operating profit after tax*),

IC – kapitał zainwestowany (*invested capital*),

WACC – przeciętny koszt kapitału całkowitego (*weighted average cost of capital*),

ROIC – stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału liczona jako relacja zysku operacyjnego po opodatkowaniu do kapitału zainwestowanego, czyli *NOPAT/IC* (*return on capital invested*).

Tradycyjne zasady rachunkowości wykazują, że wiele firm jest zyskowych, nawet gdy nie tworzą dodatkowej wartości (EVA). Wynika to z faktu uwzględnienia w procesie ustalania zysku netto tylko i wyłącznie kosztu obsługi kapitału dłużnego. Wartość dodana (EVA) to miara efektów bieżącej działalności wykorzystująca koncepcję zysku rezydualnego. Wskazuje ona na różnicę pomiędzy przychodami ogółem i kosztami bieżącej działalności ogółem. EVA liczona jest jako różnica pomiędzy wynikiem operacyjnym (który sam jest różnicą między przychodami ze sprzedaży a kosztami operacyjnymi), skorygowanym o podatek dochodowy, a kosztami kapitału zaangażowanego w finansowanie przedsięwzięcia. A więc jest to nadwyżka przychodu nad ogółem kosztów bieżącego działania (łącznie z kosztami kapitału zarówno obcego, jak i własnego). EVA w odróżnieniu od typowych zysków księgowych uwzględnia koszt utraconych możliwości inwestycyjnych właścicieli (koszt kapitału własnego)¹ [Cwynar, Cwynar 2002, s. 84]. EVA wskazuje w ujęciu bezwzględny dodatkową wartość tworzoną przez przedsiębiorstwo ponad ogół poniesionych kosztów [Dudycz 2002, s. 206].

¹ Od typowych zysków księgowych różni ją ponadto ok. 170 korekt zaproponowanych przez Stern Stewart & Co.

Kwoty ponad ekonomiczną wartość dodaną oznaczają dodatkową wartość tworzoną ponad ogół poniesionych kosztów, w tym kosztów kapitału całkowitego (zarówno własnego, jak i obcego). Mogą być przeznaczone na spłatę kapitału obcego, inwestycje w majątek trwały lub kapitał obrotowy netto. Kwota ponad te wielkości może być traktowana jako wartość dodatkowa dla akcjonariuszy.

Natomiast wartość dla akcjonariuszy (SHV) ustalana jest jako bieżąca wartość przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy w kolejnych latach prognozy (FCFE). Właściwą stopą dyskonta jest koszt kapitału własnego. Natomiast wartość przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy dla danego roku prognozy jest ustalana w sposób następujący (m.in. [Zarzecki 1999, s. 111-114]):

$$FCFE = EBIT * (1 - T_g) - \text{koszty odsetkowe} + \text{zaciągnięcie} / - \text{spłata kapitałów obcych} + \text{amortyzacja} - \text{nakłady w majątek trwały} - \text{nakłady w kapitał obrotowy netto} = (EBIT - \text{koszty odsetkowe}) * (1 - T) + \text{zaciągnięcie} / - \text{spłata kapitałów obcych} + \text{amortyzacja} - \text{nakłady w majątek trwały} - \text{nakłady w kapitał obrotowy netto} \quad (3)$$

FCFE jest to nadwyżka finansowa ponad koszty operacyjne, zapłacony podatek, konieczne nakłady inwestycyjne, a także przepływy należne dostawcom kapitału obcego z tytułu płatności odsetkowych oraz spłaty zadłużenia. Tak ustalona nadwyżka obejmuje strumienie pieniężne należne wyłącznie właścicielom. FCFE jest więc źródłem dochodu dla akcjonariuszy. Przepływy pieniężne dla akcjonariuszy winny być kwotami wystarczającymi na pokrycie kosztu kapitału własnego. Kwoty przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy ponad koszt kapitału własnego mogą być związane z wartością dodatkową dla akcjonariuszy.

Należy zauważyć, że elementem wspólnym dla wszystkich wyżej omówionych miar jest uwzględnienie kosztów kapitału obcego (zależnych od struktury kapitału) oraz zysku operacyjnego. Oznacza to, że oprócz struktury kapitału na poziom używanych wyników będzie miał również wpływ poziom zysku operacyjnego.

3. Wpływ struktury kapitału na wyniki

Jak wynika z dotychczasowych rozważań, w każdej z tych miar widoczna jest obecność kategorii związanych z kosztami kapitału i strukturą kapitału. W każdym przypadku następuje pomniejszenie wyniku operacyjnego skorygowanego o podatek dochodowy i koszty kapitału obcego. Są one wyrażone bezpośrednio jako koszty odsetkowe (dotyczy to procedury ustalania zysku netto czy przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy) lub też pośrednio poprzez zawarcie ich w koszcie kapitału WACC (dotyczy to ekonomicznej wartości dodanej). Wartość kosztów odsetkowych zależy od struktury kapitału, tj. od wartości kapitału ogółem oraz udziału w nim kapitałów obcych. Większy udział i wartość kapitałów obcych wiąże się ze

wzrostem wartości kosztów odsetkowych i w efekcie wpływa na poziom uzyskiwanych wyników.

A zatem uzyskiwany poziom każdej z wcześniej omówionych miar zależy od stosowanej struktury kapitału, przy czym w kategorii zysku netto, podobnie jak w przypadku wartości dla akcjonariuszy, odzwierciedlane są wyłącznie wielkości kosztów kapitałów odsetkowych. Ponadto w wartości dla akcjonariuszy dodatkowo uwzględnia się zmiany w strukturze kapitału poprzez fakt zaciągnięcia kapitału obcego lub jego spłatę. Natomiast w kategorii ekonomicznej wartości dodanej uwzględniany jest koszt kapitału zarówno obcego, jak i własnego w przeciętnym koszcie kapitału całkowitego (WACC).

Powyższe rozważania odnoszące się do wysokości uzyskiwanych wyników w zależności od przyjętej miary, wzbogacone o analizę wpływu wykorzystywania kapitału obcego, zobrazowano przykładem liczbowym.

Tabela 1. Wyniki finansowe uzyskiwane przez podmiot nie korzystający z kapitałów obcych (w tys. zł)

Wynik operacyjny	Podatek dochodowy	Zysk netto	ROE (w %)	EVA	EVA/E (w %)	FCFE	FCFE/E (w %)
-5	0,0	-5,0	-2,5	-25,0	-12,5	-20,0	-10,0
0	0,0	0,0	0,0	-20,0	-10,0	-15,0	-7,5
5	1,0	4,1	2,0	-16,0	-8,0	-11,0	-5,5
10	1,9	8,1	4,1	-11,9	-6,0	-6,9	-3,5
15	2,9	12,2	6,1	-7,9	-3,9	-2,9	-1,4
20	3,8	16,2	8,1	-3,8	-1,9	1,2	0,6
25	4,8	20,3	10,1	0,3	0,1	5,3	2,6
30	5,7	24,3	12,2	4,3	2,2	9,3	4,7
35	6,7	28,4	14,2	8,4	4,2	13,4	6,7
40	7,6	32,4	16,2	12,4	6,2	17,4	8,7
45	8,6	36,5	18,2	16,5	8,2	21,5	10,7
50	9,5	40,5	20,3	20,5	10,3	25,5	12,8
55	10,5	44,6	22,3	24,6	12,3	29,6	14,8
60	11,4	48,6	24,3	28,6	14,3	33,6	16,8

Źródło: obliczenia własne.

Przykład. Porównywane są dwa podobne przedsiębiorstwa, różniące się jedynie strukturą kapitału. Podstawowe dane charakterystyczne dla obydwu przedsiębiorstw są następujące: Wymagana wartość aktywów wynosi 200 tys. zł. Koszty stałe wynoszą 20 tys. zł (w tym amortyzacja 10 tys. zł), a jednostkowe koszty zmienne 1,5 zł. Cena produktu kształtuje się na poziomie 2 zł/szt. Stopa podatku dochodowego wynosi 19%. Konieczne nakłady inwestycyjne na majątek trwały i

kapitał obrotowy netto w analizowanym okresie dotyczą kwoty 25 tys. zł. Koszt kapitału własnego kształtuje się na poziomie 10%, kapitału obcego na poziomie 13%. Jedna z firm korzysta wyłącznie z kapitałów własnych. Przeciętny koszt kapitału całkowitego w firmie nie korzystającej z kapitałów obcych jest równy kosztowi kapitału własnego. Druga z nich korzysta w części z kapitałów obcych, stanowiących 40% źródeł finansowania ogółem (czyli 80 tys. zł), co przy koszcie kapitału obcego na poziomie 13% oznacza odsetki roczne na poziomie 9,6 tys. zł. Przeciętny koszt kapitału całkowitego wynosi 10,2% ($= 0,4 * 0,13 * (1 - 0,19) + 0,6 * 0,1$).

Tabela 1 zawiera wyliczenie omówionych mierników efektów działania, tj. zysku netto, EVA oraz FCFE wraz z uwzględnieniem ich relatywnej miary w stosunku do poziomu kapitału własnego w firmie nie korzystającej z kapitałów obcych. Wielkości wyników finansowych zaprezentowano dla różnych poziomów zysku operacyjnego.

Tabela 2 zawiera wyliczenie wyżej omówionych mierników efektów działania, tj. zysku netto, EVA oraz FCFE wraz z uwzględnieniem ich relatywnej miary w stosunku do poziomu kapitału własnego w firmie korzystającej z kapitałów obcych. Wielkości wyników finansowych zaprezentowano dla różnych poziomów zysku operacyjnego.

Tabela 2. Wyniki finansowe uzyskiwane przez podmiot korzystający z kapitałów obcych (w tys. zł)

Wynik operacyjny	Koszty finansowe	Wynik brutto	Podatek dochodowy	Zysk netto	ROE (w %)	EVA	EVA/E (w %)	FCFE	FCFE/E (w %)
-5	9,6	-14,6	0,0	-14,6	-12,2	-25,4	-21,2	-29,6	-24,7
0	9,6	-9,6	0,0	-9,6	-8,0	-20,4	-17,0	-24,6	-20,5
5	9,6	-4,6	0,0	-4,6	-3,8	-15,4	-12,9	-19,6	-16,3
10	9,6	0,4	0,1	0,3	0,3	-12,3	-10,3	-14,7	-12,2
15	9,6	5,4	1,0	4,4	3,6	-8,3	-6,9	-10,6	-8,9
20	9,6	10,4	2,0	8,4	7,0	-4,2	-3,5	-6,6	-5,5
25	9,6	15,4	2,9	12,5	10,4	-0,2	-0,1	-2,5	-2,1
30	9,6	20,4	3,9	16,5	13,8	3,9	3,2	1,5	1,3
35	9,6	25,4	4,8	20,6	17,1	7,9	6,6	5,6	4,6
40	9,6	30,4	5,8	24,6	20,5	12,0	10,0	9,6	8,0
45	9,6	35,4	6,7	28,7	23,9	16,0	13,4	13,7	11,4
50	9,6	40,4	7,7	32,7	27,3	20,1	16,7	17,7	14,8
55	9,6	45,4	8,6	36,8	30,6	24,1	20,1	21,8	18,1
60	9,6	50,4	9,6	40,8	34,0	28,2	23,5	25,8	21,5

Źródło: obliczenia własne.

Z powyższych zestawień można spostrzec przede wszystkim, że wartość zysku netto jest kategorią największą spośród innych miar efektów działania. Również efektywność kapitału własnego jest największa w przypadku stosowania zysku netto jako miary efektów działania. Sytuacja taka ma miejsce bez względu na to, czy spółka korzysta z kapitału obcego, czy też nie. Zależność ta wynika z konstrukcji miar. Zysk netto nie jest korygowany ani o koszt kapitału własnego (jak ma to miejsce w przypadku EVA), ani też o konieczne nakłady inwestycyjne czy zmianę poziomu kapitału obcego (jak w przypadku przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy)².

Jednocześnie należy zwrócić uwagę, że dopiero po osiągnięciu poziomu zysku operacyjnego na poziomie 45 tys. zł następuje pokrycie wszystkich niezbędnych wydatków (kosztu kapitału obcego, podatku dochodowego, nakładów netto na majątek trwały i kapitał obrotowy netto, pokrycie kosztu kapitału własnego na poziomie 10%), a więc powstaje dodatkowa wartość dla akcjonariuszy. Przy takim poziomie zysku operacyjnego przepływy pieniężne dla akcjonariuszy (a więc kwoty po uwzględnieniu kosztu kapitału obcego, podatku dochodowego, nakładów netto na majątek trwały i kapitał obrotowy netto) stanowią ponad 10% wartości kapitału własnego, a zatem przekraczają koszt kapitału własnego. Oznacza to, że kwoty zysku operacyjnego ponad tę wielkość pozwalają generować dodatkową wartość dla akcjonariuszy. Poziom zysku operacyjnego, przy którym powstaje wartość dodana dla akcjonariuszy (ok. 45 tys. zł), nie różni się istotnie zarówno w razie korzystania z kapitału obcego, jak i bez wykorzystywania kapitału obcego.

Ponadto, jak z powyższych zestawień wynika, wartość kwoty zysku netto, ekonomicznej wartości dodanej czy też przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy jest kwotą mniejszą w przypadku wykorzystywania kapitałów obcych niż w przypadku niekorzystania z kapitałów obcych³. Wynika to z faktu, że w sytuacji wykorzystania kapitału obcego część zysku operacyjnego przeznaczona jest dla wierzycieli, a więc mniejsza kwota może być postawiona do dyspozycji właścicielom.

Analiza jednak zależności pomiędzy relatywnymi miarami efektywności działania, tj. relacją wyniku finansowego wyrażonego poszczególnymi miarami a poziomem kapitałów własnych, pokazuje, że różnica pomiędzy przedsiębiorstwem korzystającym z kapitałów obcych i przedsiębiorstwem nie korzystającym z kapita-

² O ile w przypadku zależności pomiędzy zyskiem netto a EVA sytuacja taka (zysk netto większy od EVA) zawsze będzie mieć miejsce, o tyle w przypadku zależności pomiędzy zyskiem netto a przepływami pieniężnymi dla akcjonariuszy sytuacja już nie jest taka jednoznaczna i w analizowanym przypadku wynika z przyjętych założeń co do nakładów w majątek trwały, w kapitał obrotowy netto oraz zmiany stanu zadłużenia.

³ Dla ekonomicznej wartości dodanej sytuacja taka występuje ze względu na zależność pomiędzy kosztem kapitału własnego a przeciętnym kosztem kapitału całkowitego jak w prezentowanym przykładzie; gdyby koszt kapitału własnego był wyższy niż przeciętny koszt kapitału całkowitego w firmie wykorzystującej kapitał obcy, poziom EVA byłby wyższy w sytuacji korzystania z kapitału obcego.

łów obcych odpowiada ogólnym zasadom dotyczącym efektów dźwigni finansowej (m.in. [Jarzemowska 1996, s. 122-137; Duliniec 1998, s. 54-62]). W przypadku wykorzystywania kapitałów obcych efektywność kapitału własnego jest niższa dla przedsiębiorstwa korzystającego z kapitałów obcych w razie niskich poziomów tych wyników w ujęciu bezwzględny. Natomiast w przypadku wyższych poziomów wyników w ujęciu bezwzględny efektywność w relacji do kapitału własnego jest wyższa w sytuacji korzystania z kapitałów obcych.

Względna relacja efektywności działania w sytuacji korzystania i niekorzystania z kapitałów obcych ma tutaj związek z ryzykiem finansowym oraz operacyjnym i zależy od udziału kapitałów obcych oraz poziomu wyniku operacyjnego. Wydaje się jednak, że poziom zysku operacyjnego ma pierwotne znaczenie przy ocenie efektów dźwigni finansowej. W tym kontekście można stwierdzić, że opłacalność wykorzystania z kapitału obcego w dużej mierze zależy od poziomu zysku operacyjnego, co oznacza, że decyzje w zakresie kształtowania struktury kapitału zależą od wyników osiągniętych przez przedsiębiorstwo z jego działalności operacyjnej.

4. Wpływ wyników na strukturę kapitału

W procesie określania struktury kapitałów w większym stopniu powinno się zwrócić uwagę na ryzyko operacyjne oraz jego wpływ na efektywność działania i w efekcie na sugerowaną strukturę kapitału. W sytuacji, gdy poziom ryzyka operacyjnego jest niski (czyli w sytuacji uzyskiwania wysokich poziomów zysku operacyjnego, a zatem generowania wysokiego poziomu sprzedaży znacząco ponad poziom progu rentowności, oraz posiadania relatywnie niskiego poziomu udziału kosztów stałych w kosztach ogółem), możliwe jest wykorzystywanie w większym zakresie kapitałów obcych. Możliwe jest wówczas uzyskiwanie pozytywnych efektów dźwigni finansowej, czyli wykorzystanie zwiększenia udziału kapitałów obcych do zwiększania efektywności kapitałów własnych. Natomiast w sytuacji niskich poziomów zysków operacyjnych (wysokiego ryzyka operacyjnego) nie jest opłacalne korzystanie z kapitałów obcych, gdyż obniża to efektywność kapitałów własnych.

W prezentowanym przykładzie wskazana powyżej relacja zachodzi w przypadku każdej miary efektów działania. A więc bez względu na to, czy miarą efektów działania jest zysk netto, ekonomiczna wartość dodana czy też wartość dla akcjonariuszy, efektywność kapitałów własnych (mierzona relacją każdej z tych miar do poziomu kapitałów własnych) jest niższa w sytuacji korzystania z kapitałów obcych dla niskich poziomów zysku operacyjnego. Natomiast dla wysokich poziomów zysku operacyjnego wykorzystanie kapitałów obcych jest związane z poprawą relatywnej miary efektywności kapitałów własnych.

Kwestią do rozstrzygnięcia pozostaje jednak, jaki poziom zysku operacyjnego wiąże się ze zmianą opłacalności korzystania z kapitałów obcych. Z analizy danych zawartych w przykładzie wynika, że o ile dla osiągnięcia opłacalności korzystania

z kapitałów obcych w przypadku wykorzystania zysku netto jako miary efektów działania wystarczająca jest kwota zysku operacyjnego na poziomie ok. 20-25 tys. zł, o tyle w przypadku stosowania EVA wystarczający jest zysk operacyjny na poziomie pomiędzy 25 a 30 tys. zł, a w przypadku FCFE zysk operacyjny zawierający się w granicach pomiędzy 40 a 45 tys. zł⁴. Przy wyniku operacyjnym na poziomie 45 tys. zł występuje granica, powyżej której opłacalne staje się wykorzystywanie kapitałów obcych na potrzeby tworzenia dodatkowej wartości dla akcjonariuszy. Dla tego poziomu zysku osiągane są pozytywne efekty dźwigni finansowej, przejawiające się poprawą efektywności kapitału własnego (mierzonego relacją wartości dla akcjonariuszy w stosunku do wartości zaangażowanych kapitałów własnych) przy podjęciu decyzji o korzystaniu z kapitału obcego. Jednocześnie należy przypomnieć, że ta kwota zysku operacyjnego pozwala generować wartość dodatkową dla akcjonariuszy ponad wszystkie konieczne wydatki (podatki, koszty kapitału własnego i obcego, nakłady inwestycyjne, spłatę kapitałów obcych).

Utrzymywanie się wyniku operacyjnego na względnie stałym poziomie około 25 tys. zł pozwalałoby na uzyskiwanie pozytywnych efektów dźwigni finansowej, ale tylko w sytuacji, gdyby miarą efektów działania był zysk netto. Uzyskiwanie takich wyników operacyjnych wiązałoby się jednak z brakiem pozytywnego wpływu wykorzystania kapitałów obcych na tworzenie ekonomicznej wartości dodanej oraz wartości dla akcjonariuszy. Generowanie wyników operacyjnych na poziomie ok. 30 tys. zł umożliwiałoby uzyskiwanie pozytywnych efektów dźwigni finansowej w sytuacji, gdyby miarą efektów działania był zysk netto lub ekonomiczna wartość dodana. Natomiast nie pozwalałoby na osiągnięcie pozytywnych efektów wykorzystania kapitałów obcych w kontekście wartości dla akcjonariuszy.

Z powyższych analiz wynika, że pierwotną kwestią jest poziom zysku operacyjnego. Wpływa on w pierwszej kolejności na ocenę zasadności korzystania z kapitałów obcych, a więc i na strukturę kapitału. Struktura kapitału dopiero w drugiej kolejności wpływa na uzyskiwane ostateczne wyniki, w tym na tworzoną przez przedsiębiorstwo wartość.

5. Podsumowanie

Wielkość środków należnych właścicielom zależy od dwóch czynników: poziomu zysku operacyjnego (ryzyka operacyjnego) oraz kosztu kapitału (który wynika ze struktury kapitału). Oznacza to, że w procesie oceny efektów działania przedsiębiorstwa dużą rolę odgrywa z jednej strony struktura kapitału, ale jednocześnie na strukturę kapitału wpływają wyniki uzyskiwane na poziomie operacyj-

⁴ Dokładne określenie poziomu zysku operacyjnego, dla którego następuje zmiana oceny zasadności wykorzystania kapitału obcego, wymagałoby bardzo szczegółowych analiz wykraczających znacząco poza zakres niniejszego artykułu, ograniczono się zatem jedynie do wyznaczenia przedziału zysku operacyjnego.

nym. Wartość zysku operacyjnego jest kategorią, która nie jest obciążona kosztami kapitału i niezależna od struktury i kosztu kapitału, lecz jednocześnie tylko częściowo zależna od przedsiębiorstwa.

Przedsiębiorstwa charakteryzujące się względnie niskim ryzykiem operacyjnym i stabilnymi przepływami gotówkowymi mogą sobie pozwolić na wyższy wskaźnik dźwigni finansowej (większe zaangażowanie kapitału dłużnego). Ryzyko operacyjne związane z poziomem zysku operacyjnego jest zazwyczaj traktowane jako niezależne od działania dźwigni finansowej. Przyjmuje się, że ryzyko operacyjne jest takie samo dla przedsiębiorstw o takim samym profilu działalności. Różnicowanie struktury kapitału – a więc różny poziom dźwigni finansowej – powoduje, że przedsiębiorstwa te zaczynają się różnić pod względem ryzyka całkowitego.

Pomiędzy ryzykiem finansowym i operacyjnym istnieją jednak sprzężenia zwrotne [Duliniec 1998, s. 63]. Zwiększone ryzyko finansowe może bowiem osłabić pozycję rynkową podmiotu. Zwiększone ryzyko finansowe może zmienić pozycję przedsiębiorstwa w stosunkach z dostawcami i odbiorcami i doprowadzić do utraty klientów, zmniejszenia wielkości sprzedaży czy też pogorszenia warunków płatności na rzecz dostawców (co może prowadzić do zwiększenia kosztów działania). Jeśli poziom zadłużenia przedsiębiorstwa jest zbyt wysoki, to wielu kontrahentów obawia się zawierać kontrakty z takim podmiotem, przewidując możliwość jego upadłości. W efekcie firma prawdopodobnie nie będzie mogła pozyskać dodatkowych kapitałów, by finansować nawet działalność operacyjną. Wysoki poziom zadłużenia może doprowadzić także do rezygnacji z dobrych okazji inwestycyjnych, a to może oznaczać utratę przyszłych przychodów i wpływów i przyczynić się do pogłębienia i tak już trudnej sytuacji podmiotu [Brigham 1996, s. 181]. Zatem struktura kapitału także ma wpływ na zysk operacyjny.

Literatura

- Cwynar W., Cwynar A., *Nowe mierniki przyrostu (ubytku) wartości firmy*, „*Ekonomista*” 2000, nr 2.
- Cwynar W., Cwynar A., *Jak zmierzyć efekty kreacji wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa – przegląd dostępnych możliwości*, „*Controlling i Rachunkowość Zarządcza*” 2000, nr 7, 8, 9.
- Cwynar W., Cwynar A., *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje, systemy, narzędzia*, FRRwP, Warszawa 2002.
- Dudycz T., *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo AE, Wrocław 2002.
- Duliniec A.: *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1998.
- Brigham E. F., *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1996.
- Jerzemowska M., *Analiza teorii kształtowania struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 1996.
- Siudak M., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2002.
- Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, FRRwP, Warszawa 1999.

RELATIONSHIP BETWEEN CAPITAL STRUCTURE AND FINANCIAL EFFECTS

Summary

This article refers to relationship between capital structure and profit. The capital structure is defined as a mixture of debt and equity. The amount of debt and the proportion of debt and equity affect the interest payments.

The profits can be measured by net income, economic value added (EVA) or free cash flow to equity (FCFE). The level of profits calculated by every of these measures depends directly on the cost of debt and interest payments. Every measure includes the cost of debt.

On the other hand, the amount of debt depends on the level of operating income. The financial leverage has a positive effect while a high level of operating income is gained. The higher level of operating income is needed to take advantage of financial leverage when using EVA or FCFE as measures of profit. It means that when using net income as a measure of profit a lower level of operating income to gain positive effects of financial leverage is needed.