

Mirosław Krajewski

Katedra Ekonomiki i Funkcjonowania Przedsiębiorstw Transportowych
Uniwersytet Gdański

System powiązania wskaźników w ocenie zarządzania kapitałami w przedsiębiorstwie

Wstęp

Zarządzanie finansami jest związane z osiągnięciem celów w przedsiębiorstwie z punktu widzenia optymalnego sposobu finansowania aktywów, którego wybór określa związek wzrostu gospodarczego przedsiębiorstwa z prowadzoną w nim polityką gospodarczą [Roux 1988, s. 208].

Powiązania pomiędzy rynkiem finansowym¹ a operacjami gospodarczymi w przedsiębiorstwie są wyrażone przez następujące rodzaje środków finansowych [Brealey, Myers 1988, s. 4]:

- 1) pozyskane z rynków finansowych od inwestorów własnych i obcych przeznaczone na finansowanie działalności gospodarczej przedsiębiorstwa,
- 2) własne i obce przeznaczone, zgodnie z decyzją menedżerów, na finansowanie działalności gospodarczej, a w szczególności aktywów obrotowych i trwałych zaangażowanych w procesie produkcyjnym przedsiębiorstwa,
- 3) wytworzone przez aktywa,
- 4) własne, wytworzone przez przedsiębiorstwo, ponownie przeznaczone na finansowanie aktywów,
- 5) wychodzące z przedsiębiorstwa w formie zwrotu pożyczonego kapitału, łącznie z zyskiem za jego wypożyczenie, depozytów wolnych środków finansowych przedsiębiorstwa oraz wypłaconych udziałów w zyskach właścicielom.

Zarządzanie finansami w przedsiębiorstwie uzależnione jest od inwestorów własnych i obcych, gdyż ich kapitał kreuje przyszłą wartość przedsiębiorstwa. Wyróżniamy dwie podstawowe grupy inwestorów:

¹Rynek finansowy jest to miejsce, gdzie przedmiotem obrotu są instrumenty finansowe. Rynek, na którym emitent upłynnia (sprzedaje) swoje zobowiązania, nazywany jest rynkiem pierwotnym. Natomiast rynek, na którym ma miejsce proces dalszej odsprzedaży tych instrumentów, to rynek wtórny.

- inwestorów posiadających osobowość prawną, do których zaliczamy takie instytucje finansowe, jak np. banki lub przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe oraz inne organizacje gospodarcze posiadające do wypożyczenia wolne środki finansowe,
- inwestorów będących osobami fizycznymi, posiadających wolny kapitał gotowy do zaangażowania w samym przedsiębiorstwie bądź w innych wspólnych przedsięwzięciach inwestycyjnych krajowych i zagranicznych lub na giełdach papierów wartościowych.

Na inwestorów można również spojrzeć, oceniając stopień zaangażowania ich kapitałów od strony własnościowej. Chodzi tutaj o to, czy środki finansowe wspomagające operacje gospodarcze i finansowe powodują, że stają się oni:

- właścicielami lub udziałowcami podmiotów gospodarczych, lub
- tworzą grupę pożyczkodawców.

Wymienione grupy inwestorów przejmują część wytworzonych w przedsiębiorstwie środków finansowych w wyniku prowadzonej działalności gospodarczej. Są to środki, które mogą przyjąć, jak już wspomniano wcześniej, formę zwrotu kapitału łącznie z zyskiem za jego wypożyczenie, np. kredyty, pożyczki, obligacje lub dywidendy czy udziały w zysku netto przedsiębiorstwa.

Cel i metody badań

Celem niniejszego opracowania jest wskazanie głównych kierunków oceny zarządzania pasywami w przedsiębiorstwie. Analiza taka ma za zadanie określić poziom efektywności zaangażowanych kapitałów własnych i obcych oraz stanowić system wczesnego ostrzegania przed możliwością utraty kondycji finansowej przedsiębiorstwa, co w konsekwencji może doprowadzić do upadłości bądź przejęcia przez drugi podmiot gospodarczy. W artykule zostaną zaprezentowane podstawowe narzędzia analityczne oraz zostanie przedstawiony system powiązania wskaźników wspomagania finansowego. Wskaźniki służą ocenie wykorzystania kapitałów obcych i własnych w finansowaniu aktywów przedsiębiorstwa oraz ocenie zdolności podmiotu gospodarczego do regulowania zobowiązań w długim okresie. Analizę tę można zatem traktować jako poszerzenie analizy płynności finansowej. [Jerzemska, pod red. Skoczylas, 2009, s. 254–255].

System oceny prawidłowości finansowania aktywów przedsiębiorstwa

Istotną sprawą w procesie finansowania aktywów przedsiębiorstwa jest prawidłowość wyboru źródeł własnych i obcych krótko- i długoterminowych.

Proces działalności gospodarczej należy oceniać między innymi wykorzystując dwie „złote reguły finansowania”, a mianowicie:

$$a) \frac{Ao}{Zbież} > 1$$

$$b) \frac{At}{Kwł + Kodł} \leq 1$$

wiedząc, że $Kwł + Kodł = \text{Kapitał stały}$

gdzie:

Ao – aktywa obrotowe,

At – aktywa trwałe,

$Zbież$ – zobowiązania bieżące,

$Kwł$ – kapitał własny,

$Kodł$ – kapitał obcy długoterminowy.

Pierwsza nierówność wskazuje, iż aktywa obrotowe powinny być finansowane zarówno kapitałem obcym, jak i własnym, co wynika z relacji aktywów obrotowych w stosunku do zobowiązań bieżących większej od jedności. Kiedy relacja ta równa się jedności, oznacza to, że aktywa obrotowe w 100% finansowane są ze źródeł obcych. Sytuacja taka w dłuższym okresie jest niemożliwa, gdyż wierzyciele nie będą dłużej kredytować działalności gospodarczej przedsiębiorstwa. Oznacza to, że dłużnik nie będzie np. posiadał materiałów do dalszej produkcji.

Nierówność druga dotyczy finansowania aktywów trwałych. Powinny one być finansowane kapitałem stałym, tzn. kapitałem o charakterze długookresowym. Kapitał stały możemy przedstawić jako sumę kapitału własnego i kapitału obcego długoterminowego.

Jeżeli stosunek aktywów trwałych do kapitału stałego jest większy od jedności, oznacza to nieprawidłowość wyrażającą się finansowaniem tego majątku zobowiązaniami krótkoterminowymi. Każde użycie kapitału własnego i obcego wiąże się z poniesieniem określonych kosztów. Koszt kapitału wyraża koszt finansowania przedsiębiorstwa i stanowi na ogół wymaganą stopę zwrotu przy ocenie ekonomicznej efektywności projektów inwestycyjnych. Dlatego też ważnym problemem w zarządzaniu przedsiębiorstwem jest zarządzanie jego kapitałami, zarówno własnymi, jak i obcymi.

Koszt kapitału własnego stanowi wymagany przez akcjonariuszy dochód z ich inwestycji w akcje przedsiębiorstwa [Ross, Westerfield 1999, s. 464–481]. Są to więc koszty związane z wypłacanymi dywidendami lub udziałami w zysku przedsiębiorstwa. Koszty użycia kapitałów obcych zaś to koszty operacji

finansowych, np. prowizje i odsetki płacone przez przedsiębiorstwa. Zależność pomiędzy dynamiką przychodu ze sprzedaży i dynamiką zysku netto, tzn.:

$$IS_n < IZ_n$$

wskazuje, iż należy dążyć do wyższej dynamiki zysku w porównaniu z dynamiką przychodów ze sprzedaży. Relacja ta wiąże się z oddziaływaniem kosztu użycia kapitału własnego i kapitału obcego w finansowaniu aktywów przedsiębiorstwa.

Określając koszt kapitału ogółem jako koszt posiadania przez przedsiębiorstwo określonej struktury pasywów, można stwierdzić, iż stanowi on minimalną stopę rentowności z kapitału, który musi osiągnąć przedsiębiorstwo. Jest to minimalna cena za wykorzystanie określonej struktury kapitału własnego i obcego.

Kierunki oceny efektywności źródeł finansowania działalności gospodarczej przedsiębiorstw

Zarządzający w przedsiębiorstwie podejmując decyzje gospodarcze realizują określony sposób gospodarowania. We współczesnym prowadzeniu działalności gospodarczej należy dążyć do wykorzystywania jakościowych czynników produkcji, co w konsekwencji prowadzi do wzrostu gospodarczego przedsiębiorstw. Potwierdzeniem pozytywnych działań w przedsiębiorstwie jest prawidłowe kształtowanie się wskaźników ekonomicznych, takich jak produktywność czy rentowność.

Są różne metody i narzędzia związane z prowadzeniem i oceną działalności gospodarczej w ramach posiadanych aktywów przedsiębiorstwa. Metody i narzędzia analityczno-finansowe mają za zadanie ocenić uzyskane cele przy wykorzystaniu określonych źródeł finansowania.

Kosztochłonność użycia kapitałów wymaga ciągłego monitorowania efektów finansowych uzyskiwanych w przedsiębiorstwie. Prowadzi to do formułowania określonych relacji wielkości ekonomicznych oceniających poziom skuteczności finansowania działalności gospodarczej. Wyróżniamy pięć podstawowych kierunków oceny zarządzania kapitałami:

1. Ocena efektywności wykorzystania kapitałów.
2. Ocena prawidłowości finansowania aktywów przedsiębiorstwa.
3. Ocena efektu tarczy podatkowej.
4. Ocena średnioważonego kosztu kapitału (WACC).
5. Ocena produktywności i rentowności kapitałów własnych i obcych.

Wykorzystanie kapitału obcego w działalności gospodarczej wiąże się z efektem dźwigni finansowej.

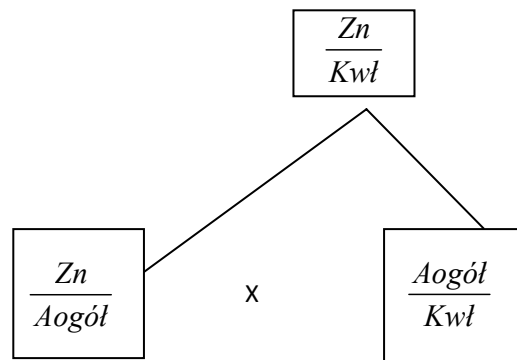
Stożenie dźwigni finansowej (*DFL*) łączy się z procentową zmianą zysku pozostającego w dyspozycji posiadaczy akcji zwykłych (*EPS*) związana z daną procentową zmianą zysku przed spłatą odsetek i opodatkowaniem (*EBIT*): [Brigham 1996, s. 189]

$$DFL = \frac{\% \Delta EPS}{\% \Delta EBIT}$$

Inaczej mówiąc, jeżeli użycie kapitału obcego w działalności gospodarczej spowoduje przyrost zysku na jedną akcję przez przyrost zysku przed spłatą odsetek i opodatkowaniem, to sytuację taką nazywamy efektem dźwigni finansowej. W przeciwnym zaś razie, jeżeli użycie długu prowadzi do zmniejszenia zysków, efekt ten nosi nazwę maczugi finansowej.

Innym spojrzeniem na powstawanie efektu dźwigni finansowej bądź maczugi finansowej jest wykorzystanie w procesie analizy finansowej modelu DuPonta. Model ten ma zastosowanie w ocenie stopy zwrotu kapitału własnego i wskazuje czynniki, które determinują badaną stopę [Mioduchowska-Jaroszewicz 2009, s. 555]. Model ten wskazuje na poziomie pierwszym na wzajemną zależność pomiędzy rentownością kapitału własnego a mnożnikiem kapitału własnego. Można to zaprezentować wykorzystując schemat 1 (objaśnienia pod schematem).

– rentowność kapitału własnego,



Schemat 1

Model DuPonta

Źródło: Opracowanie własne.

$\frac{Zn}{Kwł}$ – rentowność kapitału własnego,

$\frac{Zn}{Aogół}$ – rentowność aktywów ogółem,

$\frac{Aogół}{Kwł}$ – mnożnik kapitału własnego.

Dźwignia finansowa powstaje wówczas, kiedy porównując dwa okresy stwierdzi się, że przyrost wskaźnika mnożnika kapitału własnego $\left(\frac{Aogół}{Kwł}\right)$ powoduje jeszcze wyższy przyrost rentowności aktywów ogółem $\left(\frac{Zn}{Aogół}\right)$. Efekt maczugi finansowej powstaje zaś w sytuacji, kiedy przyrost wskaźnika mnożnika kapitału własnego $\left(\frac{Aogół}{Kwł}\right)$ powoduje spadek rentowności aktywów ogółem $\left(\frac{Zn}{Aogół}\right)$. Wiąże się to z przeinwestowaniem bądź z nieefektywnym wykorzystaniem kapitałów obcych.

Użycie kapitału obcego może również pozytywnie wpłynąć na zmniejszenie obciążeń podatkowych przez zwiększenie kosztów ogółem, wskutek czego zmienia się podstawę naliczania podatku dochodowego. Podstawą podatku dochodowego jest wynik finansowy brutto, rozumiany jako różnica między przychodem ze sprzedaży a kosztami uzyskania przychodu. Tę sytuację możemy określić jako efekt tarczy podatkowej. Efekt ten można wyliczyć za pomocą następującego wzoru:

$$Etp = Pd_1 - Pd_2$$

gdzie:

Etp – efekt tarczy podatkowej,

Pd_1 – podatek dochodowy, jaki zapłaciłoby przedsiębiorstwo, gdyby działalność gospodarczą finansowało tylko kapitałem własnym,

Pd_2 – podatek dochodowy, jaki zapłaciłoby przedsiębiorstwo, gdyby działalność gospodarczą finansowało kapitałem własnym i kapitałem obcym.

Efekt tarczy podatkowej możemy również przedstawić w postaci innego wzoru, a mianowicie:

$$Etp = Kk \times T$$

gdzie:

Kk – koszty kredytu,

T – aktualna stopa podatku dochodowego.

Ze wzoru tego wynika, że koszty kredytu pomnożone przez aktualną stopę podatkową stanowią kwotę, której przedsiębiorstwo nie odprowadzi do „fiskusa”, oraz kwotę, która jednocześnie pomniejsza koszty kredytu. W związku z tym rzeczywisty (efektywny) koszt kredytu jest niższy niż nominalny i wynosi:

$$EKk = \frac{Nkk - Etp}{Kwk} \times 100\%$$

gdzie:

Nkk – nominalny koszt kredytu,

Kwk – kwota kredytu.

Nominalny koszt kredytu (koszt wynikający z umowy kredytowej stanowiący sumę zapłaconych odsetek i prowizji) pomniejszony jest o efekt tarczy podatkowej, co w rzeczywistości powoduje zmniejszenie obciążeń bankowych.

Sposoby gospodarowania majątkiem przedsiębiorstwa, powinny wiązać się z intensywnym procesem prowadzenia działalności gospodarczej, przy jednoczesnym ciągłym analizowaniu źródeł jej finansowania. Zarządzanie finansami przedsiębiorstw powinno prowadzić głównie do wykrywania i uruchamiania rezerw wzrostu produkcji oraz podejmowania skutecznych przedsięwzięć zmierzających do doskonalenia tego obszaru działania przedsiębiorstwa [Borowiecki 1998, s. 290]. Poprawa produktywności i rentowności majątku stanowi bowiem intensywny, a więc jakościowy sposób uzyskiwania przyrostu produkcji wyrobów gotowych lub usług.

Zarządzanie intensywne polega na osiągnięciu wzrostu przychodu ze sprzedaży i zysku na jednostkę zaangażowanych zasobów osobowych lub majątkowych przez uzyskiwanie korzystniejszych cen oraz wyzwalamie rezerw wewnętrznych, a szczególnie przez efektywny postęp techniczno-organizacyjny [Borowiecki 1998, s. 290]. Wzrost ten wiąże się z wyższą wydajnością i rentownością pracy oraz wyższą efektywnością wykorzystania aktywów trwałych.

Z kolei zarządzanie ekstensywne polega na osiągnięciu wzrostu przychodu ze sprzedaży oraz zysku w rezultacie rosnącego zaangażowania zasobów osobowych i majątkowych zarówno w aspekcie ilościowo-wartościowym, jak i czasowym. Wiąże się to z proporcjonalnie wyższym niż przychód ze sprzedaży lub zysk wzrostem zatrudnienia oraz stanu majątku trwałego.

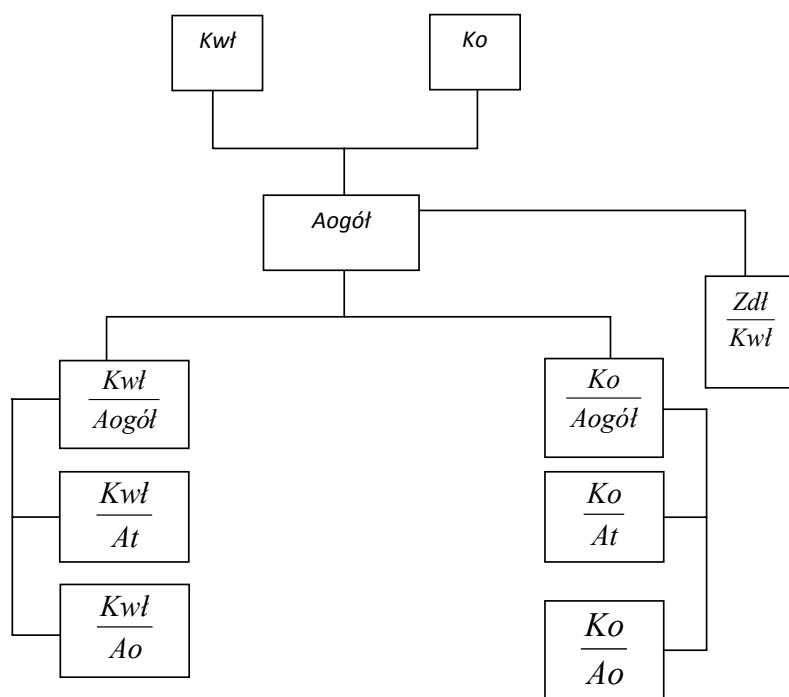
Wymogom racjonalnego gospodarowania odpowiada wariant gospodarowania intensywnego. Należy zatem dążyć do poprawy osiągania wyników ekonomicznych przez maksymalizację oddziaływania czynników intensywnych oraz ograniczenie wpływu czynników ekstensywnych.

Wskaźniki wspomaganie finansowego w ocenie zarządzania kapitałami w przedsiębiorstwie

Wskaźniki wspomaganie finansowego w ocenie zarządzania kapitałami w przedsiębiorstwie mają za zadanie określić poziom zadłużenia oraz dać informację o zagrożeniach, jakie mogą wyniknąć w wyniku zwiększonego zaangażowania kapitału obcego. Zaliczamy do nich jak już wskazano wcześniej:

- konwersję długu,
- postawienie przedsiębiorstwa przez wierzycieli w stan upadłości.

Na schemacie 2 przedstawiono podstawowe wskaźniki oceny zadłużenia (objaśnienia pod schematem).



Schemat 2

Powiązania wskaźników wspomaganie finansowego

Źródło: Opracowanie własne.

$Kwł$ – kapitał własny, Ko – kapitał obcy, $Aogół$ – aktywa ogółem,

$\frac{Zdł}{Kwł}$ – poziom pokrycia zadłużenia długoterminowego kapitałem własnym,

$\frac{Kwł}{Aogół}$ – poziom finansowania aktywów ogółem kapitałem własnym,

$\frac{Ko}{Aogól}$ – poziom finansowania aktywów ogółem kapitałem obcym,

$\frac{Kwł}{At}$ – poziom finansowania aktywów trwałych kapitałem własnym,

$\frac{Kwł}{Ao}$ – poziom finansowania aktywów obrotowych kapitałem własnym,

$\frac{Ko}{At}$ – poziom finansowania aktywów trwałych kapitałem obcym,

$\frac{Ko}{Ao}$ – poziom finansowania aktywów obrotowych kapitałem obcym.

Powyższe wskaźniki mają za zadanie wskazać w sposób szczegółowy zaangażowanie poszczególnych kapitałów w finansowaniu majątku przedsiębiorstwa. Jest to szczególnie istotne w aspekcie zarządzania pasywami oraz logicznego powiązania poszczególnych wskaźników. Między innymi należy zwrócić szczególną uwagę, czy poziom finansowania aktywów ogółem kapitałem obcym

$\left(\frac{Ko}{Aogól}\right)$ nie spowodował nieprawidłowego kształtowania się poziomu pokrycia zadłużenia długoterminowego kapitałem własnym $\left(\frac{Zdł}{Kwł}\right)$. Wskaźnik ten

powinien być mniejszy od jedności, tzn.:

$$\frac{Zdł}{Kwł} < 1$$

Im mniejszy jest on od jedności, tym mniejsze zagrożenie przejęcia przedsiębiorstwa bądź jego upadłości.

Zaprezentowany system wskaźników powinien stanowić dla zarządzających narzędzie analityczne o charakterze *ex ante* i *ex post*, będące pomocą w ocenie sytuacji bieżącej oraz dające możliwość podejmowania przyszłych efektywnych decyzji gospodarczych.

Poniżej zostanie zaprezentowany przykład empiryczny oceny zarządzania kapitałami w przedsiębiorstwie „X” za lata 200Y–200Z. System wskaźników związany z przedstawionych powyżej schematem 2 oceniający poziom zadłużenia przedsiębiorstwa „X” przedstawiono w tabeli 1:

Z prezentowanych wskaźników w badanym przedsiębiorstwie „X” za lata 200Y–200Z wynika, iż:

- mamy do czynienia z wyższym finansowaniem aktywów ogółem kapitałem własnym (przekraczającym 50%) niż kapitałem obcym,

- przyrost kapitału obcego wiązał się z takim samym przyrostem kapitału własnego,
- nie zmienił się poziom finansowania aktywów ogółem w badanych okresach zarówno po stronie kapitału własnego, jak i obcego,
- kapitały własne w większym stopniu finansowały aktywa obrotowe niż kapitały obce, co wskazuje na prawidłowe finansowanie działalności bieżącej przedsiębiorstwa w wyższym stopniu ze środków własnych,
- wskaźnik pokrycia zadłużenia długoterminowego kapitałem własnym wykazuje prawidłowy poziom, co wskazuje, że w badanym przedsiębiorstwie nie ma zagrożeń wynikających z nieprawidłowego finansowania pasywów.

Tablica 1

System wskaźników wspomaganie finansowego w przedsiębiorstwie „X” za lata 200Y–200Z

Wyszczególnienie	200Y	200Z	Dynamika (%)	Odchylenie
<i>Kwł</i>	128	143	112	+15
<i>Ko</i> (bez rezerw)	84	93	111	+9
<i>Aogół</i>	233	260	112	+27
<i>At</i>	146	153	84	+7
<i>Ao</i>	87	107	123	+20
<i>Zdł</i>	15	25	167	+10
$\frac{Zdł}{Kwł}$	0,12	0,18	150	+6
$\frac{Kwł}{Aogół} \times 100$	55	55	100	0
$\frac{Ko}{Aogół} \times 100$	36	36	100	0
$\frac{Kwł}{At} \times 100$	88	94	107	+6
$\frac{Kwł}{Ao} \times 100$	147	134	91	-13
$\frac{Ko}{At} \times 100$	58	61	105	+3
$\frac{Ko}{Ao} \times 100$	97	87	90	-10

Źródło: Opracowanie własne.

Literatura

- BEDNARSKI L.: *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*. Wydawnictwo PWE, Warszawa 2002.
- BOROWIECKI R.: *Efektywność gospodarowania środkami trwałymi w przedsiębiorstwie*. Warszawa-Kraków 1998.
- BREALEY R.A., MYERS S.C.: *Principles of corporate finance*. McGraw-Hill Book Company, Singapore 1988.
- BRIGHAM E.F.: *Podstawy zarządzania finansami*. PWE, Warszawa 1996.
- JERZEMOWSKA M., praca zbior. pod. red. Skoczylas W., *Analiza sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstwa*. Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2009.
- MIODUCHOWSKA-JAROSZEWICZ E., *Zastosowanie modelu Du Ponta w ocenie stopy zwrotu kapitału własnego banku*. [w:] *Wycena przedsiębiorstw i zarządzanie wartością*. Praca zbior. pod. red. Zarzecki D., Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2009.
- POLAŃSKI Z.: *Pieniądz i system finansowy w Polsce za lata 1982–1993*. PWN, Warszawa 1995.
- ROSS S.A., WESTERFIELD R.W.: *Finanse przedsiębiorstw*. Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999.
- ROUX D.: *Analyse economique et gestion de l'entreprise*. Dunod 1988.

The connection system of the capital management coefficients in enterprise assessment

Abstract

The process of funding in enterprise joins two inseparable and mutually related problems in enterprise – the investments assets delimitation and identifying possible sources of financing, which from the managers point of view, should also includes the costs of gaining additional capital.

The correct utilization of capital in enterprise requires continuous monitoring of the financial effects of its performance in aspect of possessed assets. It leads to formulating the establish definitions in relation to economic quantities which helps to identify the major efficient financing sources in company activity. The methods and analysis tools should asses the most profitable level of loan capital and assure possibility to create the early warning system before financial losses appear in enterprise.

