

Kapitał zainwestowany w strategicznym zarządzaniu przedsiębiorstwem. Koszt oraz sposób pozyskania

Ewa Maćkowiak

System zorientowany na wzrost wartości przedsiębiorstwa wywarł znaczny wpływ na strategię i sposób zarządzania firmą. Idee i koncepcje zarządzania związane z maksymalizacją wartości przedsiębiorstwa dla właścicieli rozpowszechniły się szczególnie silnie w ostatnich latach. Koncepcja ta jest również popularna w Polsce. Obecnie to właśnie kreowanie wartości przedsiębiorstwa jest priorytetem wielu krajowych spółek kapitałowych. Podstawowymi elementami niezbędnymi do prawidłowego oszacowania wartości przedsiębiorstwa są zysk operacyjny, koszt kapitału oraz kapitał zainwestowany. Zainwestowany kapitał może być ustalony na podstawie sprawozdania finansowego, natomiast koszt kapitału wymaga danych bardziej szczegółowych.

1. Wstęp

System zorientowany na wzrost wartości przedsiębiorstwa wywarł znaczny wpływ na strategię i sposób zarządzania firmą. Idee i koncepcje zarządzania związane z maksymalizacją wartości przedsiębiorstwa dla właścicieli rozpowszechniły się szczególnie silnie w ostatnich latach.

Jeden z twórców idei Alfred Rapaport twierdził, że jest więcej niż prawdopodobne, że w okresie następnych dziesięciu lat wartość dla akcjonariuszy stanie się globalnym standardem pomiaru wyników przedsiębiorstwa. Koncepcja ta jest również popularna w Polsce. Obecnie to właśnie kreowanie wartości przedsiębiorstwa jest priorytetem wielu krajowych spółek kapitałowych.

Robert Goizueta, były szef Coca-Cola definiuje misję swojej firmy w następujący sposób: „Kreowanie wartości firmy dla akcjonariuszy jest dla Coca-Cola Company celem nadrzędnym. Jest to działanie na rzecz osób, które zdecydowały się powierzyć przedsiębiorstwu swoje kapitały (...). Aby przedsiębiorstwo miało dużą wartość dla właścicieli, musi być również ważne dla klientów, dla partnerów i dla pracowników. Akcjonariusze oczekują w długim okresie stałego przyrostu wartości firmy, który jest dla nich korzystny i możliwy do osiągnięcia dzięki ciągłemu budowaniu pozycji przedsiębiorstwa” (Maćkowiak 2009). A więc to perspektywa inwestora jako

dostawcy kapitału dla przedsiębiorstwa stanowi punkt wyjścia i zarazem określa podstawowe zasady zarządzania zorientowanego na kreowanie wartości firmy.

Inwestorzy oczekują:

- ponadprzeciętnej całkowitej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału,
- stałej lub rosnącej dywidendy na akcję,
- systemu motywowania menedżerów ukierunkowanego na wzrost wartości firmy,
- prawdziwej i rzetelnej informacji o stanie i perspektywach biznesu.

Zarówno w teorii, jak i praktyce panuje powszechna zgoda, że wartość firmy dla akcjonariuszy jest określana przez obecną wartość przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez firmę, która jest dyskontowana przy wykorzystaniu średniego ważonego kosztu kapitału, a następnie pomniejszona o wartość zadłużenia firmy.

W literaturze przedmiotu występują trzy rodzaje mierników tworzenia wartości firmy dla akcjonariuszy:

1. Mierniki oparte na analizie dochodu rezydualnego:
 - zysk ekonomiczny,
 - ekonomiczna wartość dodana.
2. Mierniki oparte na analizie przepływów pieniężnych:
 - wartość dodana dla akcjonariusza,
 - zwrot z inwestycji wyrażony w przepływach gotówkowych.
3. Mierniki oparte na całkowitym zwrocie dla akcjonariusza.

Pojęcie zysku ekonomicznego wywodzi się z kategorii dochodu rezydualnego, którego autorem jest Alfred Marshall. Dochód rezydualny stanowi różnicę pomiędzy sumą zysku netto a kosztem kapitału. A zatem zysk ekonomiczny stanowi różnicę pomiędzy stopą zwrotu z zainwestowanego kapitału a jego kosztem alternatywnym, pomnożoną przez wartość zaangażowanego kapitału.

Ekonomiczna wartość dodana jest miernikiem opracowanym przez firmę Stern Steward, który jest definiowany jako skorygowany zysk operacyjny po opodatkowaniu, pomniejszony o skorygowany koszt zainwestowanego kapitału. Jednocześnie jest on wewnętrzną miarą kreowania wartości. Zewnętrzną miarą może być również rynkowa wartość dodana. Stanowi ona różnicę pomiędzy rynkową wartością firmy wycenianą przez rynek kapitałowy a zainwestowanym w przedsiębiorstwo kapitałem. W długim okresie to właśnie rynkowa wartość dodana najlepiej odzwierciedla realizowaną strategię wzrostu wartości firmy.

Drugą grupę mierników stanowią mierniki oparte na przepływach pieniężnych. Pojęcie wartości dodanej dla akcjonariuszy A. Rappaporta wywodzi się z analizy przepływów pieniężnych w przyszłości. Szacuje on dodaną wartość przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy w każdym kolejnym okresie w przyszłości jako różnicę pomiędzy zdyskontowanym o prognozowany koszt kapitału zyskiem operacyjnym po opodatkowaniu, wyrażonym w ujęciu

gotówkowym po kapitalizacji, a zdyskontowanymi wartościami dodatkowych inwestycji w kolejnym roku objętym okresem prognozy.

Z kolei całkowity zwrot dla akcjonariuszy obejmuje zyski kapitałowe z tytułu sprzedaży akcji oraz wypłacone akcjonariuszom dywidendy w okresie posiadania akcji. Wykorzystując mierniki zaliczane do mierników wartości przedsiębiorstwa, konieczne jest przekształcenie sprawozdań finansowych na potrzeby komponentów powyższych mierników. Zarówno bilans, jak i rachunek zysków i strat nie dostarczają informacji niezbędnych do wyliczenia czy to średniego ważonego kosztu kapitału, czy też wartości kapitału zainwestowanego.

Cechą charakterystyczną mierników wartości przedsiębiorstwa jest szereg korekt, których głównym celem jest zbliżenie zysku księgowego do przepływów pieniężnych. Najlepszym przykładem może być tutaj ekonomiczna wartość dodana. Korekty, które zostały zaproponowane przez twórców, obejmowały pierwotnie 164 pozycje, następnie zostały zredukowane do około 114. Realnie stosuje się jednak kilka korekt. Taka dowolność wyboru oraz ich różnorodność powodują, że miernik ten jest stosunkowo skomplikowaną metodą pomiaru wartości dla akcjonariuszy. Należy zwrócić uwagę na fakt, iż idealna sytuacja to taka, w której analityk wykorzysta wszystkie możliwe dla danego przedsiębiorstwa korekty. W praktyce wygląda to inaczej, przede wszystkim w literaturze przedmiotu nie istnieje zestawienie wszystkich korekt, jakie należałoby zastosować.

Często korekty są całkowicie pomijane i wyliczany jest w sumie tylko zysk ekonomiczny. Kolejny problem, na jaki należy zwrócić uwagę, to spektakularne wpadki firm „pompujących” wartość, takich jak Enron, Worldcom, a także załamanie gospodarcze w latach 2008–2009. Ta sytuacja powoduje, że mierniki wartości przestały być tak atrakcyjne jak kilkanaście lat temu. Celowe wydaje się zatem zbadanie, czy firmy, które wykorzystują mierniki wartości przedsiębiorstwa, wykorzystują je prawidłowo, czy też dzięki pewnej dowolności sterują, manipulują obrazem jednostki.

To, co łączy wszystkie wspomniane metody wyceny wartości przedsiębiorstwa, to pojęcie kapitału oraz koszt pozyskania kapitału w postaci średniego ważonego kosztu kapitału, nazywanego w literaturze przedmiotu WACC.

Celem artykułu jest zaprezentowanie metod ustalenia jednego z podstawowych komponentów mierników wartości przedsiębiorstwa – kapitału zainwestowanego. Wskazany zostanie jego koszt pozyskania, a na tej podstawie średni ważony koszt kapitału.

2. Kapitał całkowity a kapitał zainwestowany

Kapitał jest pojęciem powszechnym, a zatem jego definicja powinna być oczywista. Każdy składnik kapitału całkowitego, zwanego również bazą kapitałową – kapitał własny i rozmaite formy kapitału obcego – wnoszony jest do przedsiębiorstwa przez inwestorów w ramach ich decyzji inwestycyjnych. Kapitał stanowi atrybut każdego sprawnie funkcjonującego systemu gospo-

darczego, opartego na obiektywnym odzwierciedleniu mechanizmu rynkowego.

Kapitał charakteryzuje się wieloma definicjami (Jaki 2004: 15):

- kapitał – bogactwo zgromadzone w celu podjęcia dalszej produkcji,
- kapitał – wyznacznik procesu produkcyjnego, przeznaczony do wykorzystania w toku dalszej produkcji,
- kapitał – suma będąca przedmiotem pożyczki,

Rozpatrując wszystkie definicje kapitału, należy zwrócić uwagę na jego podstawowe aspekty – przede wszystkim kapitał utożsamiany jest z majątkiem przedsiębiorstwa, łączonym z pojęciem kapitału rzeczowego. Po drugie kapitał utożsamiany jest z zasobami finansowymi powierzonymi przedsiębiorstwu przez inwestorów, a zatem jest łączony z kapitałem rzeczowym. Po trzecie utożsamiany jest z całokształtem zaangażowanych w przedsiębiorstwo środków bilansowych i pozabilansowych. Kapitał to jednocześnie zasoby gospodarcze przedsiębiorstwa.

Przyjmując kryterium ewidencji księgowej przedsiębiorstwa kapitał podzielić można na:

- realny,
- intelektualny.

Kapitał intelektualny jest tym rodzajem kapitału, który nie ma swojego odzwierciedlenia w księgach rachunkowych. Można więc powiedzieć, że jest to kategoria pozabilansowa. Mimo że nie jest to kapitał księgowy, można oszacować jego wartość. Jest to suma wiedzy posiadanej przez ludzi tworzących społeczność przedsiębiorstwa oraz umiejętności wykorzystania tej wiedzy dla firmy.

Sam proces oszacowania kapitału intelektualnego jest dosyć złożony i dlatego w jego ramach należy wyróżnić kapitał (Jaki 2004: 17):

- ludzki,
- organizacyjny,
- społeczny.

Kapitał zainwestowany, według L.H. Sloana, odpowiada wartości aktywów pomniejszonych o bezkosztowe zobowiązania (Dudycz 2005: 156). Z kolei W. Roztocki definiuje kapitał zainwestowany jako sumę pasywów pomniejszonych o zobowiązania fakturowe oraz rozliczenia międzyokresowe bierne (Makelainen i Roztocki 1998). D. Dawies nakazuje, aby kapitał zainwestowany obliczany był następująco: od sumy aktywów należy odjąć zobowiązania bieżące. Z kolei według Biddle, Wallach i Bawena kapitał zainwestowany to suma aktywów pomniejszonych o nieoprocentowane pasywa powiększone o ekwiwalenty kapitału rozumiane jako bieżąca wartość przyszłych płatności z tytułu leasingu operacyjnego (Biddle, Bowen i Wallace 1999). Zdaniem Copelanda, Kollera i Murrina kapitał zainwestowany to środki zainwestowane w działalność operacyjną przedsiębiorstwa. T. Dudycz wskazuje, że w warunkach funkcjonujących w Polsce kapitał zainwestowany wyliczony jest jako (Dudycz 2005: 157):

$$\begin{aligned} \text{Kapitał zainwestowany} = & \text{aktywa} - \text{niematerialna wartość firmy} + \\ & + \text{skapitalizowany leasing operacyjny} - \text{nieoprocentowane} \\ & \text{zobowiązania} - \text{rozliczenie międzyokresowe bierne} - \text{rezerwy na} \\ & \text{zobowiązania} - \text{środki trwałe w budowie łącznie z zaliczkami.} \end{aligned} \quad (1)$$

Można więc powiedzieć, że kapitał zainwestowany wyraża się całkowitą kwotą środków pieniężnych wprowadzonych do przedsiębiorstwa przez inwestorów w całym okresie jego funkcjonowania i finansujących jego aktywa netto, bez względu na to, skąd pochodzą, jak również na to, jaki jest cel ich zaangażowania oraz jak środki te zostały sklasyfikowane w systemie księgowym przedsiębiorstwa.

Najprościej zatem kapitał zainwestowany to suma kapitału własnego i oprocentowanego kapitału obcego.

Z powyższych rozważań wynika, że kapitał zainwestowany wyliczyć można na dwa sposoby. Za pomocą podejścia finansowego lub za pomocą podejścia operacyjnego. Przyjmując jako podstawę *podejście finansowe*, kapitał zainwestowany należy wyliczyć jako sumę kapitału własnego i oprocentowanego kapitału obcego. Z kolei przyjmując *podejście operacyjne*, kapitał zainwestowany stanowi aktywa spółki pomniejszone o zobowiązania bieżące.

Kapitał obcy oprocentowany może pochodzić z dwóch podstawowych źródeł (Nita 2007: 80):

- kredytów i pożyczek,
- emisji obligacji.

Kapitał zainwestowany odpowiada na pytanie, w jakie aktywa zostały zaangażowane środki finansowe i obejmuje sumę wartości aktywów trwałych netto, kapitału obrotowego netto oraz środków pieniężnych i ich ekwiwalentów:

$$\begin{aligned} \text{Kapitał zainwestowany} = & \text{aktywa trwałe} + \text{aktywa} \\ & \text{obrotowe} - \text{zobowiązania bieżące.} \end{aligned} \quad (2)$$

W literaturze przedmiotu pojawiają się różne kategorie kapitału zainwestowanego, często nazywanego kapitałem zaangażowanym, którego zadaniem jest dostarczenie informacji na temat źródeł zasilania finansowanego firmy, jej aktywności operacyjnej i inwestycyjnej. A zatem obejmuje sumę kapitałów własnych i obcych oprocentowanych, co oznacza, że:

$$\begin{aligned} \text{Kapitał zaangażowany} = & \text{kapitał stały} + \text{oprocentowany} \\ & \text{kapitał krótkoterminowy.} \end{aligned} \quad (3)$$

3. Ustalenie kapitału zainwestowanego w przedsiębiorstwie

Ustalając kapitał zainwestowany, należy zwrócić uwagę na dwa rodzaje kapitałów: kapitał własny oraz kapitał pochodzący z otoczenia firmy – kapitał obcy.

Kapitał zainwestowany w strategicznym zarządzaniu przedsiębiorstwem...

Pozycja	Bogdanka	Kopex	Śnieżka	Bumach	KGHM	Selena FM	Trakcja Polska	Agora	Grajewo
Aktywa trwałe	2 644,7	2 111,9	181,9	51,3	13 454	290,6	216,6	1 178	1 453,9
wartości niematerialne i prawne	9,7	1 294,0	1,7	0,7	90	29,3	57,2	423	114,7
rzeczowe aktywa trwałe	2 574,7	723,0	158,7	45,8	7 775	236,5	97,5	739	1 086,7
pozostałe aktywa trwałe	60,3	104,4	21,5	4,8	5 589	24,8		8	
Aktywa obrotowe	322,7	1 912,3	201,0	65,3	8 696	366,0	763,3	495	436,7
zapasy	71,9	730,0	77,5	25,9	2 033	141,9	187,1	19	212,3
należności krótkoterminowe	142,9	528,7	113,0	26,1	2 562	206,8	207,7	229	191,3
inwestycje krótkoterminowe	103,6	249,1	10,5	9,7	3 695	17,3	274,8	247	33,1
Aktywa razem	2 967,4	3 846,5	382,9	116,6	22 149	656,6	979,9	1 673	1 890,0
Kapitał własny	2 115,3	2 511,0	222,0	53,3	16 514	392,7	435,8	1 270	455,9
kapitał podstawowy	301,2	74,3	13,6	5,3	2 000	1,1	16,0		16,4
kapitał zapasowy	1 611,0	2 160,8	173,3	29,8		358	388,0		121,8
zysk netto	193,9	133,5	38,8	11,4	14 721	33,6	31,8		27,8
Rezerwy na zobowiązania	159,0	87,0	150	2,6	536	6,4	40,6	230	13,2
Zobowiązania długoterminowe	388,6	126,6	88,6	15,0	1 934	71,9	28,8		1 027,2
– pozostałe	188,6	42,4		0,6	1 934			132	
– oprocentowane	200,0	84,2		14,3	0	68,3	28,8		1 027,2
Zobowiązania krótkoterminowe	304,6	1 053,4	61,5	45,6	3 166	183,4	474,2	41	302,7
– pozostałe	304,6	489,5		20,0	3 166				
– oprocentowane	0,0	563,9		25,7	0	47,3	17,6		0,0
Pasywa razem	2 967,4	3 846,5	382,9	116,6	22 149	656,6	979,9	1 673	1 860,6

Tab. 1. Uproszczony bilans wybranych spółek. Źródło: www.bdm.com.pl.

Na podstawie danych zawartych w tabeli 1 ustalono wartość kapitału zainwestowanego dla wybranych spółek notowanych na giełdzie papierów wartościowych.

Pozycja	Bogdanka	Kopex	Śnieżka	Bumach	KGHM	Selena FM	Trakcja Polska	Agora	Grajewo
Kapitał własny	2 115,3	2 511,0	222	53,3	16 514	392,7	435,8	1 270	455,9
Zobowiązania długoterminowe oprocentowane	200	84,2		14,3	0	68,3	28,8		1 027,2
Zobowiązania krótkoterminowe oprocentowane	0,0	563,9		25,7	0	47,3	17,6		0,0
Kapitał zainwestowany	2 315,3	3 159,1	222	93,3	16 514	508,3	482,2	1 270	1 483,1

Tab. 2. Kapitał zainwestowany obliczony na podstawie danych z tab. 1. Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.bdm.com.pl.

Z powyższego zestawienia wynika, że trzy z badanych spółek: Śnieżka, KGHM oraz Agora nie korzystają z oprocentowanego kapitału obcego, co oznacza, że kapitał zainwestowany obejmuje tylko i wyłącznie kapitał właścicieli, udziałowców, akcjonariuszy. W przypadku spółki Grajewo przewagę stanowi oprocentowany kapitał obcy długoterminowy, który jest dwukrotnie wyższy od kapitału własnego. W pozostałych przypadkach większość kapitału zainwestowanego stanowi kapitał własny, który w nieznacznym stopniu powiększony jest o kapitał obcy.

Badanie struktury kapitału zainwestowanego ważne jest z punktu widzenia oszacowania kosztu kapitału, a dokładnie średniego ważonego kosztu kapitału.

4. Średni ważony koszt kapitału

Zarówno kapitał własny, jak i kapitał obcy związany jest z kosztem. Jeśli przedmiotem badania jest kapitał obcy, to tutaj sytuacja jest stosunkowo prosta. Kosztem kapitału obcego jest oprocentowanie kredytu czy też pożyczki, z jakiej korzysta jednostka gospodarcza. Do kosztu kapitału obcego zaliczyć należy także wszelkie koszty związane z pozyskaniem kredytu, np. prowizję przygotowawczą, a zatem uwzględnić należy wszystkie ukryte koszty kredytu.

Oprocentowanie uzależnione jest przede wszystkim od waluty, w jakiej otrzymany został kredyt, ale również od prowizji, jaką dolicza bank.

Innym sposobem ustalenia kosztu kapitału obcego, proponowanym przez PricewaterhouseCoopers, jest koncepcja według której koszt długu przed opodatkowaniem zostanie określony na podstawie stopy wolnej od ryzyka, zwiększonej o marżę w wysokości np. 3 punktów procentowych. Uwzględniona musi być również stopa podatkowa na poziomie 19%.

OT	TW	SW	1 mies.	3 mies.	6 mies.	9 mies.	1 rok
Za 1 tydzień							
4,4750	4,44850	4,5417	4,6083	4,6633	4,7367	4,7783	4,8467
Za 1 miesiąc							
4,0614	4,1750	4,3677	4,4591	4,5382	4,6609	4,7345	4,7932
Za 2 miesiące							
3,9862	4,0781	4,2615	4,3286	4,4490	4,6043	4,6852	4,7486
Za 3 miesiące							
3,9138	3,9897	4,1324	4,2100	4,3718	4,5480	4,6348	4,6977
Za 6 miesięcy							
3,6266	3,7083	3,8994	4,0102	4,2221	4,4239	4,5329	4,5896
Za 1 rok							
3,3946	3,4798	3,6613	3,8152	4,0339	4,2296	4,3757	4,4268

Wibor należy powiększyć o prowizję pobieraną przez bank.

Tab. 3. WIBOR – wartości średnie. Źródło: opracowanie własne.

Pozycja	Bogdanka	Kopex	Śnieżka	Bumach	KGHM	Selena FM	Trakcja Polska	Agora	Grajewo
Koszt kapitału obcego	6,1	6,1	6,1	6,1	6,2	6,5	6,3	6,3	6,6

Tab. 4. Koszt kapitału obcego. Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.bdm.com.pl.

I tak, jeżeli przyjmie się, że:

- stopa wolna od ryzyka rentowność obligacji 10-letnich 6,87%,
- marża ponad stopę wolną od ryzyka 3,00%,
- stawka podatkowa CIT 19,00%,

to koszt kapitału obcego 7,99%, gdyż $(6,87 + 3,00) \times 19\% = 7,99\%$.

Ustalenie kosztu kapitału własnego jest bardziej skomplikowane z powodu prostej zależności: „im większe ryzyko, tym wyższej stopy zwrotu oczekuje potencjalny udziałowiec”. Tym samym w koszcie kapitału własnego musi mieć odzwierciedlenie premia za podjęte ryzyko. Zatem punktem wyjścia będzie inwestycja pozbawiona ryzyka. Za taką inwestycję przyjmuje się obligacje skarbu państwa, gdyż są one traktowane jako lokata wolnych środków pieniężnych pozbawionych ryzyka:

- obligacje 2-letnie o stałym oprocentowaniu 4,50%,
- obligacje 3-letnie o zmiennej stopie procentowej 4,28%,
- obligacje 4-letnie indeksowane 5,00%,
- 10-letnie obligacje indeksowane 6,02%.

Przy obliczaniu wymaganej nominalnej stopy zwrotu na kapitałach własnych K_e wykorzystuje się tzw. Capital Asset Pricing Model. Przy zastosowaniu tego modelu koszt kapitałów własnych wynosi:

$$K_e = R_f + b (R_m - R_f), \quad (4)$$

gdzie:

R_f – stopa zwrotu z papierów wartościowych pozbawionych ryzyka,

b (beta) – systematyczne ryzyko przedsiębiorstwa,

$R_m - R_f$ – premia za ryzyko rynkowe.

Współczynnik beta jest uzależniony od branży, w jakiej funkcjonuje dane przedsiębiorstwo (tabela 5).

Pozycja	Bogdanka	Kopex	Śnieżka	Bumach	KGHM	Selena FM	Trakcja Polska	Agora	Grajewo
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,2	1,1	1,0	1,0	1,2

Tab. 5. Zestawienie wartości współczynnika beta. Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.bdm.com.pl.

Premia za ryzyko ustalona jest na poziomie 5,0%. Wartość ta została przyjęta na podstawie wyniku sondażu PricewaterhouseCoopers przeprowadzanego wśród dużych instytucji finansowych i inwestycyjnych.

Pozycja	Bogdanka	Kopex	Śnieżka	Bumach	KGHM	Selena FM	Trakcja Polska	Agora	Grajewo
Inwestycja bez ryzyka (%)	6,03	6,00	6,08	6,08	6,10	6,27	6,30	6,30	6,20
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,20	1,10	1,00	1,00	1,20
Premia za ryzyko	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Beta x premia za ryzyko	5,00	5,00	5,00	5,00	6,00	5,50	5,00	5,00	6,00
Koszt kapitału własnego	11,03	11,00	11,08	11,08	12,10	11,77	11,30	11,30	12,20

Tab. 6. Koszt kapitału własnego. Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.bdm.com.pl.

Kolejnym etapem jest ustalenie średniego ważonego kosztu kapitału. Wykorzystuje się tutaj wyliczony koszt kapitału własnego oraz koszt kapitału obcego. Ważne jest także zbadanie udziału kapitału własnego w kapitale zainwestowanym oraz kapitału obcego w kapitale zainwestowanym (tabela 7).

Pozycja	Bogdanka	Kopex	Śnieżka	Bumach	KGHM	Selena FM	Trakcja Polska	Agora	Grajewo
Udział kapitału własnego (w %)	91,00	79,00	100,00	57,00	100,00	77,00	90,00	100,00	30,00
Udział kapitału obcego (w %)	9,00	21,00	0,00	43,00	0,00	27,00	10,00	0,00	70,00
Koszt kapitału własnego	11,03	11,00	11,08	11,08	12,10	11,77	11,30	11,30	12,20
Koszt kapitału obcego	6,10	6,10	6,10	6,10	6,20	6,50	6,30	6,30	6,60
Średni ważony koszt kapitału (w %)	15,50	9,97	11,08	8,92	12,10	10,76	10,06	11,30	8,28

Tab. 7. Średni ważony koszt kapitału. Źródło: opracowanie własne.

Powyższe wyliczenia wskazują, że droższym sposobem pozyskania kapitału jest kapitał własny. Spółki Śnieżka, KGHM czy Agora charakteryzują się najwyższym średnim ważonym kosztem kapitału. Z kolei te spółki, które w dużej mierze korzystają z obcego źródła finansowania, ponoszą niższy koszt kapitału. Najlepszym przykładem może być firma Grajewo, której koszt kapitału jest na poziomie 8,28%, co spowodowane jest finansowaniem działalności w 70% kredytami.

Zarówno bilans, jak i rachunek zysków i strat nie dostarczają informacji niezbędnych do wyliczenia czy to średniego ważonego kosztu kapitału, czy to wartości kapitału zainwestowanego. Celowe jest, jak się wydaje, również umieszczenie w informacjach dodatkowych wszystkich informacji dotyczących sposobów wyliczenia mierników – przykładem może być tutaj zastosowanie korekt w przypadku ekonomicznej wartości dodanej. Szeroki wachlarz korekt może spowodować, że firma zastosuje tylko takie korekty, które dają oczekiwany obraz. Brakuje również informacji na temat kosztu pozyskanego kapitału.

5. Podsumowanie

Zarządzanie finansowe w teorii i praktyce rozwiniętej gospodarki rynkowej cechuje się dużą dynamiką oraz wysokim poziomem ewolucji przedmiotu, zakresu oraz uwarunkowań podejmowanych decyzji. Jednocześnie podstawowym celem wszystkich przedsiębiorstw jest skuteczne zarządzanie finansowe, będące wyznacznikiem sukcesu bądź porażki jednostki gospo-

darczej. Analizując proces zarządzania finansowego, należy w pierwszej kolejności określić główne cele, funkcje oraz instrumenty zarządzania, a następnie porównać cele przedsiębiorstwa z celami zarządzania finansowego. Niewątpliwie podstawowym celem przedsiębiorstwa jest maksymalizacja finansowych korzyści współwłaścicieli. Pojawia się zatem pytanie, dlaczego ta kwestia traktowana jest jako cel nadrzędny.

Każda jednostka, która prowadzi działalności gospodarczą, musi dysponować odpowiednim kapitałem, będącym podstawą do zapoczątkowania i rozwoju działalności przedsiębiorstwa. Kapitał ten pozyskać można na wiele sposobów, niemniej jednak część musi być wniesiona przez współwłaścicieli. Oczywiście istnieje wiele grup współwłaścicieli – akcjonariuszy, udziałowców. Przy czym każdy udziałowiec dokonuje inwestycji w jednostkę w celu osiągnięcia korzyści. Tym samym chce mieć prawo do udziału w zyskach firmy. Inwestycja dokonywana będzie w taką jednostkę, która pozwoli uzyskać największe korzyści, a zatem uzyska najwyższą stopę zwrotu.

W literaturze przedmiotu oraz w praktyce spotkać można wiele celów przedsiębiorstwa, tj. maksymalizację zysku, maksymalizację sprzedaży, osiągnięcie zadowalającego poziomu zysku, przetrwanie firmy, jednak wszystkie te kategorie w sposób pośredni lub bezpośredni związane są z zyskownością. Wiele kontrowersji budzić może zakwalifikowanie maksymalizacji zysku do celów przedsiębiorstwa. Jednak maksymalizacja zysku nie powinna być traktowana jako cel działalności przedsiębiorstwa, gdyż koncentruje się ona na efektach bieżących, pomijając tak ważną kwestię, jaką jest struktura przychodów w czasie. Ta luka wypełniona jest właśnie przez maksymalizację wartości majątku właścicieli.

Podstawowym narzędziem zarządzania finansowego jednostki gospodarczej jest analiza finansowa, która opiera się na podstawowych wielkościach ekonomicznych generowanych przez rachunkowość. Przy czym odróżnić należy zarządzanie księgowe od zarządzania finansowego. Podstawowa różnica wynika z wykorzystania danych, gdyż zarządzanie księgowe opiera się na dokumentach źródłowych, co oznacza, że wielkości mają charakter historyczny, natomiast zarządzanie finansowe wykorzystuje dane prognozowane dotyczące przyszłości.

Analizując i usprawniając system zarządzania finansami, określono zestaw różnego rodzaju technik, procedur, środków i metod, które mają służyć ukierunkowaniu i kontroli działalności przedsiębiorstwa. Specyficzna sytuacja na rynku, powstanie specyficznych jednostek gospodarczych, a przede wszystkim rozwój firm consultingowych spowodowały, że tradycyjne mierniki analizy finansowej oparte na wielkości zysku są niewystarczające, co więcej zaczęto dopatrywać się coraz większej liczby ich wad fałszujących obraz sytuacji finansowej danego przedsiębiorstwa.

Współczesna teoria zarządzania przedsiębiorstwem wyznacza cel wszystkich decyzji podejmowanych w przedsiębiorstwie, którym staje się maksymalizacja bogactwa i dochodu właścicieli. Przedmiotem zainteresowania

teorii i praktyki analizy finansowej jest zastosowanie jednoznacznego wskaźnika, za pomocą którego można ocenić w sposób obiektywny kondycję finansową podmiotu gospodarczego. Jednocześnie wskaźnik ten byłby podstawą do podejmowania decyzji nastawionych na maksymalizację powyższego miernika. Nowoczesna analiza finansowa oparta na miernikach wartości zapewnia jednolite, konsekwentne spojrzenie i pozwala na modelowanie, monitorowanie oraz przekazywanie wszystkich decyzji w dokładnie tych samych kategoriach – dodatkowego bogactwa wytwarzanego bądź niszczonego przez dane działanie. Można więc powiedzieć, że tworzy nową perspektywę, która pozwala menedżerom inaczej spojrzeć na przedsiębiorstwo, dzięki czemu mogą wyraźniej dostrzegać ekonomiczne podstawy biznesu i podejmować lepsze decyzje.

Podstawowym problemem jest stosunkowo skomplikowany sposób wyliczenia powyższych mierników i brak modelu, który ułatwiłby wyliczenie podstawowych komponentów mierników wartości.

Informacje o autorce

Dr Ewa Maćkowiak – Katedra Rachunkowości, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach. E-mail: ewamackowiak@ue.katowice.pl.

Bibliografia

- Biddle, G., Bowen, R. i J. Wallace 1999. Evidence on EVA. *Journal of Applied Corporate Finance*, nr 2.
- Black, A., Wright, P. i J. Bachman 2000. *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Warszawa: Dom Wydawniczy ABC.
- Dudycz, T. 2005. *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Jaki, A. 2004. *Wycena przedsiębiorstwa, przesłanki, procedury, metody*, Kraków: Oficyna Ekonomiczna.
- Maćkowiak, E. 2009. *Ekonomiczna wartość dodana*, Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Malinowska, U. 2001. *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Warszawa: Difin.
- Makelainen, E. i N. Roztocky 1998. *Economic Value Addend (EVA) for Small Business*, <http://www.evanomics.com>.
- Nita, B. 2007. *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Ostaszewski, J. 2000. *Źródła pozyskiwania kapitału przez spółkę akcyjną*, Warszawa: Difin.