

Halina Buk

Rekapitalizacja spółki akcyjnej z wykorzystaniem zadłużenia

Problemy Zarządzania 9/4 (2), 9-19

2011

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Rekapitalizacja spółki akcyjnej z wykorzystaniem zadłużenia

Halina Buk

Artykuł prezentuje możliwe formy rekapitalizacji spółki handlowej z wykorzystaniem zadłużenia. Najpowszechniejszymi z nich są: rekapitalizacja spółki oparta na długu, czyli zamiana akcji na dług, konwersja długu na akcje, wykup akcji przez zarząd spółki działający samodzielnie lub wspólnie z firmą inwestycyjną (tzw. LMBO – leveraged management buyouts). Preferowani nowi akcjonariusze wykupujący za pomocą kapitału obcego akcje spółki zabezpieczają interesy wszystkich właścicieli, a docelowo zapewniają zwiększenie wartości dla akcjonariuszy. Aktualnie obowiązujące w Polsce prawo spółek handlowych sprzyja przeprowadzeniu rekapitalizacji z wykorzystaniem zadłużenia. Przeprowadzenie takiej operacji nie tylko może zapobiec upadłościom bądź likwidacjom wielu spółek handlowych, ale także może przynieść wymierne korzyści dla akcjonariuszy poprzez wzrost wartości spółki.

1. Wstęp

Rekapitalizacja podmiotu gospodarczego, oznaczająca zmianę struktury kapitałów z jednoczesną zmianą struktury własnościowej, jest jednym z istotniejszych obszarów zarządzania finansami każdego podmiotu. Występują różnorodne przesłanki rekapitalizacji, jak:

- pozyskanie nowych środków finansowych w celu realizacji planowanych strategicznych przedsięwzięć inwestycyjnych,
- zmiana poziomu i struktury dotychczas posiadanych kapitałów własnych oraz kapitałów obcych w celu zmiany obrazu sytuacji finansowej przedsiębiorstwa,
- przeprowadzenie restrukturyzacji finansowej w przypadku rzeczywistego wystąpienia sytuacji kryzysowej przedsiębiorstwa lub zbliżającego się zagrożenia finansowego,
- finansowanie przez spółkę nabycia emitowanych akcji (udziałów).

Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie możliwych form restrukturyzacji finansowej spółki akcyjnej z wykorzystaniem zadłużenia, ich konsekwencji w istotnej zmianie struktury kapitałów oraz wpływu na wartość dla akcjonariuszy. Zostaną jednocześnie uwzględnione podstawy

prawne dla dokonania tego rodzaju restrukturyzacji w spółkach, które wybrały polski system prawny.

2. Cele i formy rekapitalizacji spółki akcyjnej z wykorzystaniem zadłużenia

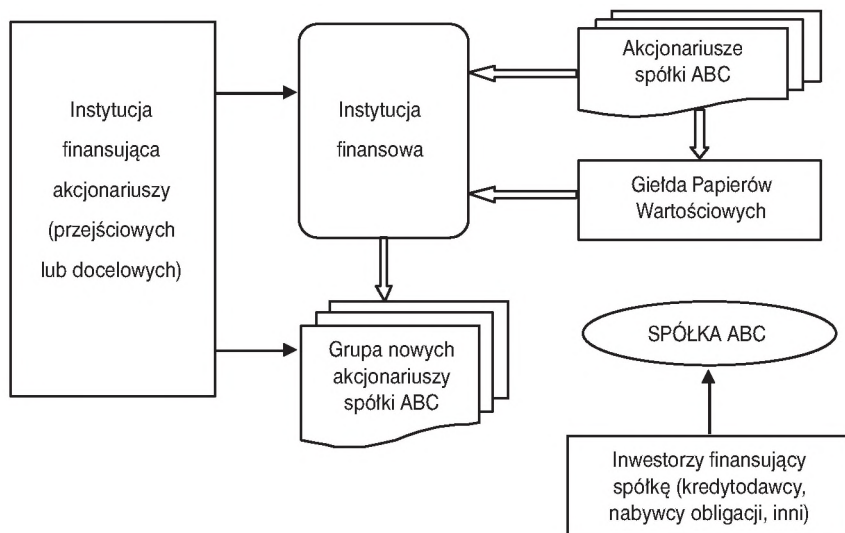
Przeprowadzenie restrukturyzacji spółki akcyjnej z wykorzystaniem zadłużenia, stało się modne w Stanach Zjednoczonych w latach 80. ubiegłego wieku, a w kolejnych latach także i w Europie, zwłaszcza w Wielkiej Brytanii. Popularności tego rodzaju restrukturyzacji w Stanach Zjednoczonych oraz w krajach anglosaskich sprzyjają, oprócz oczekiwanych korzyści ekonomicznych, obowiązujące w tych krajach przepisy prawa. Okazało się, że przy realizowaniu programów naprawczych na podstawie postępowania upadłościowego popełnia się wiele błędów, przedstawiane dla celów układowych plany finansowe są zbyt optymistyczne i ostatecznie właściciele nie uzyskują korzyści z tytułu posiadanych akcji, często ma miejsce niedoszacowanie wartości majątku i dokonuje się zbycia firmy inwestorowi zewnętrznemu po zaniżonej wartości. Tymczasem w wielu przypadkach dotychczas słabo zarządzaną spółkę akcyjną można uzdrowić, o ile znajdzie się grupa menedżerów czy pracowników znających bardzo dobrze firmę bądź sektor, w którym firma działa, ryzykująca finansowe zaangażowanie się w spółkę, mająca jednocześnie odpowiednie zdolności menedżerskie.

Celem restrukturyzacji opartej na zadłużeniu jest przede wszystkim zabezpieczenie interesów właścicieli, a docelowo zwiększenie wartości dla akcjonariuszy poprzez istotne zmiany w poziomie zadłużenia. Zważywszy, że z reguły źródłem finansowania restrukturyzacji finansowej spółki są kapitały obce, a więc ulega zmianie wartość i struktura zadłużenia, transakcje tego typu określa się jako nabycie lewarowane, nabycie ze wspomaganie finansowym czy wykup wspomagany – w skrócie tzw. LBO (*leveraged buyouts*). Najpowszechniejszymi formami realizacji restrukturyzacji finansowej są:

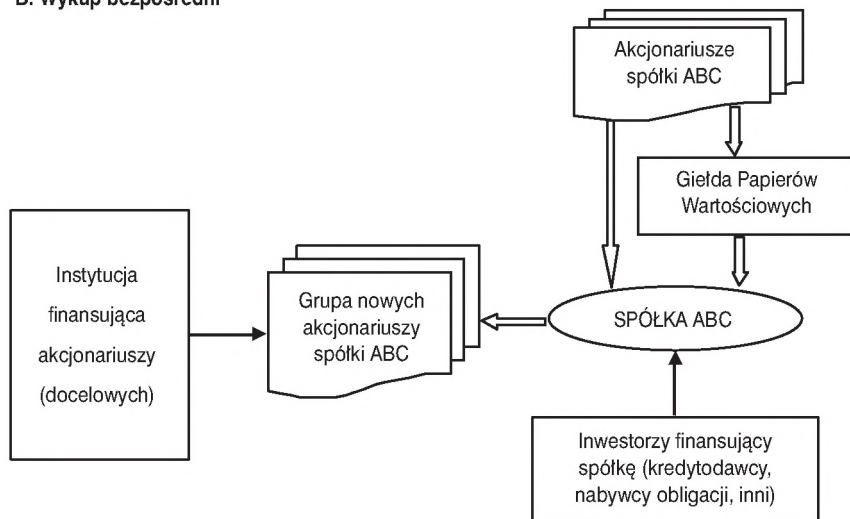
- rekapitalizacja spółki z wykorzystaniem długu, czyli zamiana akcji na dług,
- konwersja długu na akcje,
- wykup akcji przez zarząd spółki działający samodzielnie lub wspólnie z firmą inwestycyjną – w skrócie tzw. LMBO (*leveraged management buyouts*).

Najczęściej do przeprowadzenia tego rodzaju operacji zaangażowana jest krajowa lub zagraniczna instytucja finansowa (bank inwestycyjny lub prywatny fundusz inwestycyjny), która *de facto* w pierwszym etapie udziela kredytów lub pożyczek na wykup akcji konkretnym osobom (menedżerom lub pracownikom spółki) albo nabywa spółkę, by po jej wzmocnieniu dłużnym kapitałem (zaciągnięciu kredytów, emisji obligacji) zbyć ją nowym właścicielom. Generalnie więc przejęcie spółki jest finansowane długiem i tylko w części finansowane z własnych środków nowych właścicieli (przejściowych lub docelowych). Proces wykupu akcji przedstawiono na rysunku 1.

A. Wykup pośredni



B. Wykup bezpośredni



Legenda:

- Obieg środków finansowych
- ⇔ Obieg akcji spółki ABC

Rys. 1. Wykup akcji z wykorzystaniem zadłużenia. Źródło: opracowanie własne.

Kluczową kwestią dla skutecznej restrukturyzacji finansowej opartej na zadłużeniu jest operacja zmiany właścicielstwa akcji, zwłaszcza w przypadku rozproszonego akcjonariatu. Należy bowiem najpierw doprowadzić do przejęcia odpowiedniej części własnych akcji przez spółkę lub przez instytucję finansową, aby to spółka lub ta instytucja finansowa zdecydowała o zbyciu akcji na rzecz takiej grupy przyszłych właścicieli, którzy w dłuższej perspektywie czasu doprowadzą do zwiększenia wartości spółki i korzyści dla wszystkich akcjonariuszy. Nowi przejściowo lub docelowo akcjonariusze będą na tyle wiarygodnymi stronami spółki dla rynku kapitałowego, że spółka pozyska po odpowiednim koszcie dodatkowe kapitały obce, by zwiększyć efektywność operacyjną spółki oraz wartość dla wszystkich akcjonariuszy.

Zakończoną sukcesem transakcją LBO w interesie wszystkich zainteresowanych, a więc dotychczasowych i nowych akcjonariuszy oraz wierzycieli, charakteryzują następujące cechy (Altan i Hotchkiss 2007: 115–116):

- doprowadzenie do względnie szybkiej spłaty wierzycieli,
- odzyskanie przez akcjonariuszy zainwestowanych środków i uzyskanie znaczących korzyści finansowych,
- niewystąpienie zachwiania kondycji ekonomicznej przejętej spółki wywołujące reakcje społeczne.

Z dniem 15 września 2008 r. weszły w życie korzystne zmiany w kodeksie spółek handlowych¹, które bardziej sprzyjają przeprowadzeniu restrukturyzacji opartej na zadłużeniu, aniżeli miało to miejsce w okresie wcześniejszym. Zmiany te są następstwem konieczności implementacji dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2006/68/WE z dnia 6 września 2006 r. zmieniającej dyrektywę Rady 77/91/EWG w sprawie tworzenia spółek akcyjnych i utrzymywania oraz zmian wysokości ich kapitału (Dz.Urz. UE L. 264/32 z dnia 25 września 2006 r.). Wprowadzenie w życie nowych regulacji prawnych uzasadnia się ewolucją postrzegania w Unii Europejskiej kapitału zakładowego jako instrumentu ochrony wierzycieli. Tradycyjne postrzeganie kapitału zakładowego poprzez przypisanie mu tylko funkcji gwarancyjnej, a więc chroniącej wierzycieli przed niewypłacalnością spółek, od kilku lat jest krytykowane. Z punktu widzenia kryteriów ekonomicznych (makro- czy mikro-) równie ważne jest zapewnienie ochrony interesów współników spółek oraz osób trzecich pozostających w relacjach ze spółkami.

Realizacja pośredniego wykupu akcji spółki stosującej polski system prawny w celu dalszej odsprzedaży konkretnej grupie osób, a więc z wykorzystaniem pośrednictwa instytucji finansowej, w obecnym stanie prawnym jest możliwa, ale zaledwie kilku tego rodzaju transakcji dokonano w Polsce. Wszystkie jednak były przeprowadzone za pośrednictwem inwestorów zagranicznych, tj. funduszy typu *private equity*. Pierwszą transakcją typu LBO był wykup telewizji kablowej Aster City w 2003 r. przez konsorcjum pod przywództwem brytyjskiej firmy *private equity* Hicks Muse. Kredytu udzieliły wówczas banki zagraniczne, w tym Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju. Na początku 2006 r. telewizję Aster przejął nowy właściciel w ramach

transakcji lewarowanej — fundusz Mid Europe Partners za kwotę 1,6 mld zł. Kolejne dokonane transakcje lewarowane dotyczyły wykupu akcji m.in. takich spółek, jak Agros Nova, Harper Hygienics, Kruk. Nomi, Opoczno, Zelmer, Zakłady Przemysłu Owocowo-Warzywnego „Dwikozy”. Najbardziej aktywny na polskim rynku inwestor prywatny pod marką Enterprise Investors zainwestował około 1 mld zł, a po wliczeniu wartości kredytów i kapitału partnerów inwestycje te przekroczyły 2,5 mld zł². Zagraniczne fundusze inwestycyjne dokonujące lewarowanych wykupów akcji są popularne w wielu krajach, zwłaszcza że przeprowadzane transakcje nie mają charakteru tzw. wrogiego przejęcia³. Nowy właściciel w przejętej spółce w szybkim tempie przeprowadza restrukturyzację operacyjną, efektywniej zarządza kapitałem obrotowym, upraszcza strukturę organizacyjną spółki, zbywa majątek nieprodukcyjny, uzależnia wynagrodzenie kadry zarządzającej od osiągniętych efektów ekonomicznych spółki, doprowadza do obniżenia kosztów i ostatecznie do wzrostu wartości spółki. Efektywna restrukturyzacja spółki pozwala nie tylko na spłatę zaciągniętych długów na wykup akcji spółki, ale też na odsprzedanie akcji z dużym zyskiem⁴.

Bezpośredni wykup akcji od spółki przez docelowych przyszłych właścicieli, zwłaszcza przez kadre menedżerską czy pracowników spółki, przy obecnym stanie prawa spółek handlowych jest wprawdzie ograniczony, jednakże pozytywny jest fakt rozszerzenia podmiotów uprawnionych do nabywania akcji własnych poza instytucje finansowe. Ponadto zniesiono wymóg wskazania celu nabycia akcji, nie ma też obowiązku zbycia akcji własnych. Generalnie obowiązuje zakaz nabywania przez spółkę wyemitowanych przez nią akcji (akcji własnych). Niemniej jednak stosowny art. 362 § 1 kodeksu spółek handlowych (k.s.h.) dopuszcza wyjątki od tej zasady. Spółka może nabywać akcje własne w następujących przypadkach:

- w celu zapobieżenia bezpośrednio zagrażającej spółce poważnej szkodzi,
- jeżeli akcje mają być zaoferowane do nabycia pracownikom lub osobom, które były zatrudnione w spółce lub spółce z nią powiązanej przez okres co najmniej trzech lat,
- w celu wypełnienia przez spółkę publiczną zobowiązań wynikających z instrumentów dłużnych zamiennych na akcje,
- nabycia akcji w drodze sukcesji uniwersalnej, a więc w operacjach połączenia czy podziałów spółki,
- nabycia przez instytucję finansową za wynagrodzeniem w pełni pokryte akcje na cudzy rachunek w celu ich dalszej odsprzedaży,
- w celu ich umorzenia,
- nabycia w pełni pokrytych akcji w drodze egzekucji w celu zaspokojenia roszczeń spółki, których nie można zaspokoić w inny sposób z majątku akcjonariusza,
- nabycia w pełni pokrytych akcji nieodpłatnie,
- nabycia na podstawie i w granicach upoważnienia udzielonego przez walne zgromadzenie; upoważnienie powinno określać warunki nabycia,

w tym maksymalną liczbę akcji do nabycia, okres upoważnienia, który nie może przekraczać pięciu lat, oraz maksymalną i minimalną wysokość zapłaty za nabywane akcje, jeżeli nabycie następuje odpłatnie,

- nabycia akcji w innych przypadkach przewidzianych w ustawie.

Przy czym art. 362 § 2 k.s.h. stanowi, że w przypadkach określonych w 1 pkt 1, 2 i 9 nabycie akcji własnych przez spółkę jest dozwolone tylko wtedy, gdy zostały spełnione łącznie następujące warunki:

- nabyte akcje zostały w pełni pokryte,
- łączna wartość nominalna nabytych akcji nie przekracza 20% kapitału zakładowego spółki, uwzględniając w tym również wartość nominalną pozostałych akcji własnych, które nie zostały przez spółkę zbyte,
- łączna cena nabycia akcji własnych, powiększona o koszty ich nabycia, nie jest wyższa od kapitału rezerwowego utworzonego w tym celu z kwoty, która zgodnie z art. 348 § 1 może być przeznaczona do podziału.

Niezwykle ważnym czynnikiem restrukturyzacji z wykorzystaniem zadłużenia jest możliwość finansowania przez spółkę emitowanych przez nią akcji, co sprzyja dokonaniu zmian w strukturze akcjonariusz. Dotychczas obowiązujące w tej materii polskie przepisy były zachowawcze i nieelastyczne, gdyż zakazywały pomocy finansowej (*financial assistance*). Obecnie, zgodnie z art. 345 § 1 k.s.h.:

1. Spółka może, bezpośrednio lub pośrednio, finansować nabycie lub objęcie emitowanych przez nią akcji, zwłaszcza przez udzielenie pożyczki, dokonanie zaliczkowej wypłaty, ustanowienie zabezpieczenia.
2. Finansowanie następuje na warunkach rynkowych, szczególnie w odniesieniu do odsetek otrzymywanych przez spółkę oraz zabezpieczeń ustanowionych na rzecz spółki z tytułu udzielonych pożyczek lub wypłaconych zaliczek, a także po zbadaniu wypłacalności dłużnika.
3. Jeżeli spółka finansuje nabycie lub objęcie emitowanych przez nią akcji, nabycie bądź objęcie następuje w zamian za godziwą cenę.
4. Spółka może finansować nabycie lub objęcie emitowanych przez nią akcji, o ile uprzednio utworzyła na ten cel kapitał rezerwy z kwoty, która zgodnie z art. 348 § 1 może być przeznaczona do podziału.
5. Finansowanie przez spółkę nabycia lub objęcia emitowanych przez nią akcji następuje na podstawie i w granicach określonych w uprzednio podjętej uchwale walnego zgromadzenia.
6. Podstawą uchwały walnego zgromadzenia w sprawie finansowania jest pisemne sprawozdanie zarządu określające:
 - przyczyny lub cel finansowania,
 - interes spółki w finansowaniu,
 - warunki finansowania, w tym w zakresie zabezpieczenia interesów spółki,
 - wpływ finansowania na ryzyko w zakresie płynności finansowej i wypłacalności spółki,
 - cenę nabycia lub objęcia akcji spółki z uzasadnieniem, że jest to cena godziwa.

7. Zarząd składa sprawozdanie do sądu rejestrowego i ogłasza je.
8. Przepisów pkt 2, 3, 5–7 nie stosuje się do świadczeń spełnianych w ramach zwykłej działalności instytucji finansowych, jak również do świadczeń spełnianych na rzecz pracowników spółki lub spółki z nią powiązanej, których celem jest ułatwienie nabycia lub objęcia emitowanych przez spółkę akcji.

Zatem według nowych przepisów spółka akcyjna za zgodą walnego zgromadzenia będzie mogła finansować nabycie emitowanych przez nią akcji na warunkach rynkowych, a źródłem tego finansowania może być tylko nadwyżka bilansowa formalnie przeznaczona na ten cel. Nie spowoduje to więc uszczuplenia kapitału zakładowego ani innych funduszy chronionych przed podziałem na rzecz akcjonariuszy.

Te korzystne zmiany w prawie spółek handlowych sprawiły, że także w Polsce obserwuje się coraz większą aktywność różnych funduszy inwestycyjnych specjalizujących się w wyszukiwaniu i zakupie spółek niepublicznych, a wymagających restrukturyzacji. Uzyskują one wysoką stopę zwrotu na tego rodzaju inwestycjach. Fundusze aktywów niepublicznych (zamknięte bądź otwarte) wypełniają lukę na polskim rynku finansowym, organizują kredyty bankowe dla stron realizowanych transakcji, emitują specjalne certyfikaty notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych.

3. Wpływ rekapitalizacji z wykorzystaniem zadłużenia na wartość dla akcjonariuszy

Rekapitalizacja spółki z wykorzystaniem zadłużenia, polegająca na zamianie akcji na dług, na przykład wskutek zaciągnięcia kredytu pod zastaw własnych akcji, skutkuje zwiększeniem wartości zadłużenia oraz udziału tego zadłużenia w łącznej wartości kapitału własnego i zobowiązań spółki. Pierwsza ocena takiej operacji mogłaby wskazywać na jej nieekonomiczność czy nieracjonalne zachowanie, gdyż w miarę wzrostu zadłużenia wzrasta także prawdopodobieństwo upadłości. Niekoniecznie jednak musi się sprawdzić taki czarny scenariusz. Wręcz odwrotnie — taka restrukturyzacja może wpłynąć na wzrost wartości spółki i korzyści dla akcjonariuszy. Przedstawiono to na poniższym przykładzie.

Spółka akcyjna OMEGA zaciągnęła kredyt bankowy pod zastaw na własne akcje o wartości 4000 zł. Na ten cel utworzyła wcześniej kapitał rezerwowy o tejże wartości. Kształtowanie się odpowiednich wielkości rocznych w okresie przed i po rekapitalizacji przedstawiono w tabeli 1.

Do ustalenia efektów rekapitalizacji spółki przyjęto następujące założenia:

1. Roczne oprocentowanie zaciągniętego kredytu bankowego wynosi 10%, a więc stosowne odsetki wyniosą 400 zł.
2. Stopa podatku dochodowego wynosi 19%.
3. Spółka uzyska rentowność operacyjną zaangażowanych aktywów (kapitałów) co najmniej na poziomie jak w okresie przed rekapitalizacją.

Aktywa		Pasywa	
A. Aktywa trwałe	32 000	A. Kapitał własny	30 000
		I Kapitał podstawowy	20 000
		II Kapitał rezerwowy	4 000
		III Zysk netto	6 000
B. Aktywa obrotowe	8 000	B. Zobowiązania	10 000
I Zapasy	8 000	I Zobowiązania z tytułu dostaw	10 000
II Środki pieniężne	–	II Kredyty bankowe	–
Aktywa razem	40 000	Pasywa razem	40 000

Tab. 1. Bilans spółki OMEGA przed rekapitalizacją (w zł). Źródło: opracowanie własne.

Rentowność operacyjną zaangażowanych aktywów wyraża relacja zysku operacyjnego do wartości aktywów. Za zysk operacyjny uważa się zysk ze sprzedaży produktów i towarów, czyli tzw. *EBIT* (*earnings before interest and taxes* – zysk przed zapłatą odsetek i opodatkowaniem). Przedstawia to wzór:

$$ROA = \frac{EBIT}{ZA}, \quad (1)$$

gdzie:

ROA – rentowność operacyjna zaangażowanych aktywów,

EBIT – zysk operacyjny,

ZA – zaangażowane aktywa.

W niniejszym przykładzie nie podano szczegółowych danych o strukturze wyniku zysku netto, w związku z tym do wielkości zysku operacyjnego należy dojść następująco:

$$EBIT = \frac{ZN}{1-p} + O, \quad (2)$$

gdzie:

ZN – zysk netto,

O – kwota odsetek od kapitałów dłużnych,

p – stopa podatku dochodowego.

Zatem wartość *EBIT* w okresie przed restrukturyzacją wynosiła 7407 zł (6000 : 0,81), zaś *ROA* – rentowność jednostki aktywów 0,185 zł/zł (7407 : 40 000). Po zaciągnięciu kredytu i wzroście wartości zaangażowanych aktywów wartość *EBIT* powinna wynieść 8140 zł (44 000 x 0,185). Na tej podstawie, po przekształceniu poprzedniego wzoru, można ustalić kwotę rocznego zysku w okresie po restrukturyzacji, a więc:

$$ZN = (EBIT - O) \times (1 - p). \quad (3)$$

Obliczony zysk netto po restrukturyzacji wyniesie 6269 zł, ponieważ $(8140 - 400) \times (1 - p)$. Na tej podstawie można już sporządzić bilans dla okresu po restrukturyzacji (tabela 2).

Aktywa		Pasywa	
A. Aktywa trwałe	32 000	A. Kapitał własny	30 269
		I Kapitał podstawowy	20 000
		II Kapitał rezerwowy	4 000
		III Zysk netto	6 269
B. Aktywa obrotowe	12 269	B. Zobowiązania	14 000
I Zapasy	8 000	I Zobowiązania z tytułu dostaw	10 000
II Środki pieniężne	4 269	II Kredyty bankowe	4 000
Aktywa razem	44 269	Pasywa razem	44 269

Tab. 2. Bilans spółki OMEGA po rekapitalizacji (w zł). Źródło: opracowanie własne.

Wykazane w aktywach środki pieniężne w kwocie 4269 zł jest to suma środków z zaciągniętego kredytu w kwocie 4000 zł oraz przyrostu czystej nadwyżki finansowej w kwocie 269 zł, będącej różnicą pomiędzy zyskiem netto w roku po restrukturyzacji a zyskiem netto w roku przed restrukturyzacją (6269 – 6000).

W tabeli 3 zestawiono podstawowe wskaźniki charakteryzujące sytuację finansową spółki oraz korzyści dla akcjonariuszy po rekapitalizacji wskutek zadłużenia pod zastaw akcji.

Lp.	Wyszczególnienie	Jednostka miary	Przed rekapitalizacją	Po rekapitalizacji	Zmiana
1	Zysk ze sprzedaży (EBIT)	zł	7 407	8 140	733
2	Zysk netto	zł	6 000	6 269	269
3	Wartość kapitału własnego	zł	30 000	30 269	269
4	Udział kapitału obcego w kapitałach ogółem	%	25,0	31,6	6,6
5	Rentowność netto kapitału akcyjnego (zysk netto/kapitał akcyjny)	zł/zł	0,300	0,313	0,013
6	Rentowność kapitału własnego (zysk netto/kapitał własny)	zł/zł	0,200	0,207	0,007
7	Rentowność netto kapitałów ogółem (zysk netto/kapitały ogółem)	zł/zł	0,150	0,142	-0,008
8	Stopień dźwigni finansowej	%	1,000	1,052	0,052

Tab. 3. Mierniki finansowe przed i po rekapitalizacji spółki opartej na zadłużeniu. Źródło: opracowanie własne.

Z przedstawionych obliczeń wynika, że rekapitalizacja wprawdzie pogorszyła strukturę kapitałów, ale generalnie była korzystna zarówno dla spółki, jak i dla akcjonariuszy. Efekty ekonomiczne uzyskane z zaciągniętych kredytów były na tyle wysokie, że pozwoliły nie tylko na spłatę odsetek, ale jeszcze uzyskano czystą nadwyżkę finansową w postaci większej kwoty zysku niż w roku przed rekapitalizacją. Ponieważ spółka uzyskała większy zysk, aniżeli przy zastosowaniu wyłącznie kapitału własnego, wystąpił dodatni (pozytywny) efekt dźwigni finansowej. Efekt ten jest wzmocniony wskutek tego, że koszty odsetek są kosztem podatkowym, a więc zmniejszają kwotę podatku dochodowego. Jest to tzw. efekt tarczy (osłony) podatkowej. W przykładzie efekt ten wynosi 76 zł ($400 \times 0,19$). Stopień dźwigni finansowej można ustalić na wiele sposobów. Jeden z nich wyraża następujący wzór:

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - \text{Odsetki}} \quad (4)$$

Wskaźnik ten wskazuje, o ile procent wzrośnie rentowność kapitału własnego, jeśli zysk operacyjny (zysk przed spłatą odsetek i opodatkowaniem) wzrośnie o 1%. W przypadku spółki OMEGA oznacza to, że wzrost zysku operacyjnego o 1% powoduje wzrost rentowności kapitału własnego o 1,052%.

pozytywne efekty zastosowania kapitału obcego do finansowania przedsiębiorstwa można uzyskiwać przy spełnieniu pewnych warunków:

- realizowana działalność gospodarcza musi zapewnić pokrycie wydatków związanych z kapitałem obcym,
- koszt pozyskania kapitału obcego musi być niższy od stopy zwrotu kapitału,
- stopa zwrotu kapitału zrekompensuje ryzyko finansowe podejmowane przez kapitałodawców.

Generalnie przedsiębiorstwo może korzystać z kapitału obcego w takich rozmiarach, które nie spowodują zachwiania jego sytuacji finansowej. Dopuszczenie więc przez prawo zadłużania się spółek pod zastaw akcji z pewnością może przyczynić się do większego wykorzystywania istniejących nadwyżek pieniężnych na rynku kapitałowo-pięniężnym oraz obniżenia kosztów zewnętrznego finansowania. Akcje spółki zadłużającej się są bardzo dobrym zabezpieczeniem ekonomicznym. Spółka korzystająca z takiej opcji finansowania w zasadzie nie powinna mieć problemów ze spłatą długu, gdyż dla celów zastawu musi przecież utworzyć wcześniej kapitał rezerwowy. Oczywiście ważne przy tym jest pokrycie tego kapitału w aktywach.

4. Podsumowanie

Polska powinna bardzo szybko wdrażać konkurencyjne rozwiązania w zakresie prawa spółek handlowych w stosunku do prawa spółek obowiązującego w innych państwach członkowskich, gdyż przedsiębiorcy z Unii

Europejskiej mają możliwość wyboru systemu prawnego, któremu podlegają zawiązywane przez nich spółki. Jest to zupełne novum, by zawiązać spółkę zgodnie z prawem jednego państwa członkowskiego i prowadzić za jej pośrednictwem działalność w innym państwie. Wdrożenie nowych regulacji prawnych w zakresie wykupu własnych akcji i finansowania przez spółki emitowanych akcji pozwoli na zwiększenie konkurencyjności polskiej gospodarki i przedsiębiorczości, rozwój niepublicznego rynku kapitałowego. Spółki akcyjne będą miały większą szansę rozwoju, zwiększy się ich zdolność kredytowa. Będą miały wpływ na strukturę akcjonariuszy, w wyniku tego można przeciwdziałać wrogim przejęciom. Nie do przecenienia jest też stworzenie prawnych warunków dla uwłaszczenia kadry menedżerskiej i pracowników.

Informacje o autorce

Prof. dr hab. Halina Buk – Katedra Rachunkowości, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach. E-mail: halina.buk@ue.katowice.pl.

Przypisy

- ¹ Por. Ustawa z dnia 13 czerwca 2008 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych. Dz.U. z 2008 r. Nr 118, poz. 747.
- ² Zob. www.skarbiec.pl, odczyt: 3.05.2011 r.
- ³ Szerzej o profilach inwestorów prywatnych w polskich spółkach w: Panfil 2007: 336–343.
- ⁴ Szerzej o korzyściach z restrukturyzacji finansowej poprzez zadłużenie w: Damodaran 2006: 559.

Bibliografia

- Altan, E.I. i E. Hotchkiss, 2007. *Trudności finansowe a upadłość firm*, Warszawa: Wydawnictwo CeDeWu.
- Damodaran, A. 2006. *Damodaran on Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, Hoboken: John Wiley & Sons.
- Panfil, M. 2007. Budowanie wartości spółki przez fundusze venture capital i private equity, w: A. Szablewski, R. Tuzimek (red.) *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, s. 336–343. Warszawa: Poltext.
- Ustawa z dnia 13 czerwca 2008 r. o zmianie ustawy Kodeks spółek handlowych*, Dz.U. z 2008 r. Nr 118, poz. 747.