

Agnieszka Szczęsna-Urbaniak

Kształtowanie struktury kapitału a pozycja rynkowa przedsiębiorstw sektora nawozowego w Polsce

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 6, 271-278

2008

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.

Agnieszka Szczęsna-Urbaniak

KSZTAŁTOWANIE STRUKTURY KAPITAŁU A POZYCJA RYNKOWA PRZEDSIĘBIORSTW SEKTORA NAWOZOWEGO W POLSCE

Przedsiębiorstwa podchodzą bardzo ostrożnie do zarządzania strukturą kapitału. Jej zmiana wiąże się z ponoszeniem dodatkowych kosztów. Określenie zakresu analizy struktury kapitału wspomagające decyzje finansowe zmierza do określonego, pożądanego dla niej poziomu wskaźników struktury kapitału, czyli takich, które będą służyć maksymalizacji wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Wymagają one dokonania wyboru adekwatnego dla danego przedsiębiorstwa wskaźnika lub oraz prób określania dla tych wskaźników wielkości wzorcowych umożliwiających dokonanie ocen. Wyniki tych analiz powinny służyć podejmowaniu przez kierownictwo właściwych decyzji finansowych. Niezmiernie ważną sprawą jest nabycie umiejętności praktycznego wdrażania wyników przeprowadzonych analiz w celu korekty działań przedsiębiorstwa.

W badanym sektorze nawozowym¹ trudno dostrzec wyraźne zainteresowanie większym wykorzystaniem pozytywnego efektu dźwigni finansowej, a zatem nie jest też kształtowana optymalna struktura kapitału zgodnie z założeniami dźwigni finansowej. Rzadko w praktyce mamy do czynienia ze „złotą zasadą finansowania”.

Analiza determinant struktury kapitału badanych przedsiębiorstw sektora nawozowego skłania do podjęcia następujących wniosków:

1. Przedsiębiorstwa wykorzystujące duży udział aktywów trwałych w strukturze majątku powinny wykorzystywać większą dźwignię finansową.

¹ Z poddanych wstępnej ocenie przedsiębiorstw sektora chemicznego badaniem objęto przedsiębiorstwa produkujące nawozy azotowe i fosforowe tworzące sektor nawozowy.

2. Przedsiębiorstwa o dużych nieodsetkowych tarczach podatkowych wykorzystują mniejszą dźwignię finansową.
3. Klienci, pracownicy i dostawcy przedsiębiorstwa produkującego nietypowe produkty ponoszą w przypadku jego likwidacji wysokie koszty. Trudno jest znaleźć nabywców na produkty. Stąd nietypowość produkcji jest negatywnie skorelowana ze wskaźnikami zadłużenia. Przedsiębiorstwa o wysokim ryzyku sektora ponoszą bardzo wysokie koszty bankructwa, stąd awersja do zadłużenia i niski poziom dźwigni finansowej.
4. Wielkość przedsiębiorstwa i jego związek ze strukturą traktowany jest dwójako, według Martina, Coxa, McMinna² oraz Boquista i Moore'a koszty bankructwa rosną wraz ze zmniejszaniem się wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Duże przedsiębiorstwa, tak jak to jest w przypadku badanego sektora, mają więc możliwość dywersyfikacji, mogą zatem wykorzystywać większą dźwignię finansową.
5. Jednym z najważniejszych czynników wpływających na kształtowanie struktury kapitału jest zmienność wyników finansowych. Zmienność ta wpływa negatywnie na dźwignię finansową.

W przedsiębiorstwach korzystających w przewadze z kapitałów własnych fluktuacja zysku operacyjnego wynika ze stopnia ryzyka operacyjnego ponoszonego przez przedsiębiorstwo, czyli nieodłącznej zmienności jego zysku operacyjnego. Stopień, do którego przedsiębiorstwo może zwiększyć swoje zadłużenie, zależy w dużej mierze od stabilności jego zysków. I tak przedsiębiorstwa, których wyniki finansowe z okresu na okres niewiele się różnią, mogą angażować kapitały obce w większym stopniu niż te przedsiębiorstwa, których zysk podlega dużym wahaniom.

Można stwierdzić, że w świetle wymagań stawianych efektywnym rynkom kapitałowym, rynek polski nie może być jeszcze za taki uznany. Istnieje zatem asymetria informacji. Nie ma też gwarancji, że informacje sygnalizowane rynkowi kapitałowemu za pomocą kształtowania wskaźników struktury kapitału są adekwatne dla dłuższego czasu, ze względu na zmienność parametrów ekonomicznych.

Powrót Polski do gospodarki rynkowej, a szczególnie okres transformacji, wykazał nierównomierność eksploracji poszczególnych dziedzin ekonomicznych. Oprócz równoległego rozwoju w stosunku do państw wysoko rozwiniętych pod względem gospodarczym, niektórych aspektów rachunkowości, finansów i analizy

² J.D. Martin, S.H. Cox, R.D. McMin, *The Theory of Finance. Evidence and Application*, The Dryden Press, Chicago 1988.

ekonomicznej można wskazać na te ich elementy, które nie rozwijały się dostatecznie szybko, gdyż nie były adekwatne do wymogów poprzedniego systemu gospodarczego. W obrębie tych ostatnich zagadnień mieszczą się problemy związane z obliczaniem i praktycznym wykorzystaniem dźwigni ekonomicznych. Można stwierdzić, że funkcjonujący obecnie w Polsce system podatkowy stwarza zachęty do stosowania dźwigni finansowej, gdyż umożliwia zmniejszenie podstawy opodatkowania o odsetki od kapitałów obcych. W zakresie tych rozwiązań istnieje zbieżność pomiędzy Polską a państwami o rozwiniętej gospodarce rynkowej. Różnicą jest natomiast wysoki koszt pozyskiwania kapitałów obcych, wymuszający uzyskiwanie bardzo dużych zwrotów z inwestycji, co nie zawsze jest w praktyce możliwe. Wysoki koszt kredytów bankowych stanowi zatem barierę w ich wykorzystaniu. Ponadto przedsiębiorstwa mogą napotkać trudności w pozyskiwaniu dużych kwot kredytów z uwagi na ograniczone zasoby poszczególnych banków. Zainicjowanie w ostatnich latach tworzenia konsorcjów bankowych może wyeliminować tę niewydolność systemu bankowego. W warunkach wysokich kosztów kapitału obcego przedsiębiorstwa preferują wykorzystywanie zobowiązań krótkoterminowych, nie troszcząc się w sposób dostateczny o formułowanie długookresowej struktury kapitału. Dominującym kapitałem w polskich przedsiębiorstwach jest kapitał własny, czego przykładem jest badany sektor nawozowy.

Jak dotąd zagadnienia te, jak i problemy oceny struktury kapitału nie są tematem priorytetowych badań dokonywanych przez polskie przedsiębiorstwa. Wybrane przez firmę wskaźniki dźwigni finansowej, oprócz analizy porównawczej, powinny podlegać również analizie przyczynowej. Dokonywany w literaturze przegląd wskaźników umożliwiających ocenę struktury kapitału wskazuje, iż nie ma wskaźników idealnych, a każda z przedstawionych koncepcji ma pewne mankamenty i swoich zwolenników. Kwestią budzącą wątpliwością jest pomiar wskaźników służących ocenie zadłużenia firmy, a szczególnie ich interpretacja. Ważnym aspektem analizy przedsiębiorstwa powinno być ustalenie docelowych wskaźników wyrażających jego optymalną pojemność zadłużeniową. Znaleźnienie bazy porównawczej dla przedsiębiorstw badanego sektora w tym zakresie stanowić może kolejną hipotezę badawczą.

Ustalenie standardów sektorowych staje się w Polsce koniecznością warunkującą ocenę pozycji przedsiębiorstwa na rynku. Przyczynić się może także do wzrostu rangi analizy porównawczej w przestrzeni. Korzyści, które wynikną dla przedsiębiorstwa z określenia docelowych wskaźników struktury kapitału, mogą być także istotne dla celów oceny, kontroli i planowania. Docelowe wskaźniki

struktury kapitału charakteryzują pożądaną, optymalną dla przedsiębiorstwa proporcję wykorzystania kapitałów obcych i własnych. Jest ona ustalana na podstawie planów (*pro forma*) sprawozdań finansowych. Istnienie systemów informacji rachunkowej jest niezmiernie ważne w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Sporządzenie takich prognoz nie jest trudne pod względem technicznym, główny problem stanowi szacowanie relacji pomiędzy zmiennymi. Z kolei wartości liczbowe tych zmiennych ustalane są jako wypadkowa danych firmy *ex post*, bieżących wyników konkurencji oraz zamierzeń (celów) przedsiębiorstwa. Ustalone są w ten sposób standardy oceny firmy, stymulujące efektywność jej działania. Struktura finansowania (i kapitału) determinowana jest przez rentowność, płynność i strukturę aktywów przedsiębiorstwa. Dostarczenie adekwatnych danych determinuje wiarygodność planów. Model jest tak dobry jak dane służące jego opracowaniu.

Najczęściej w praktyce wykorzystywaną metodą wyboru właściwej struktury kapitału jest porównawcza gradacja (rangowanie) zadłużenia (*comparative credit analysis*). Polega ona na zastosowaniu zasady behawioralnej, opierającej wybór struktury kapitału na strukturach kapitału firm porównywalnych, których zadłużenie posiada pożądaną gradację (*bond rating*).

Prowadząc rozważania nad strukturą kapitału w świetle funkcji zarządzania, trzeba łączyć ją przede wszystkim z planowaniem i kontrolą, choć można i z pozostałymi funkcjami zarządzania. Szczególnie istotne wymogi stawiane analizie struktury kapitału w zakresie planowania powodują, że jej ciężar przesuwają się z oceny *ex post* na *ex ante*. Wymaga to odpowiedniej modyfikacji ustalania wykorzystywanych metod i realizacji jej celów oraz mierników stanowiących podstawę oceny, a zwłaszcza jej interpretację. Konsekwencją tego jest szersze wykorzystanie metod statystycznych i ekonometrycznych, jak też stawianie odpowiednich wymogów pojemności systemu informacji rachunkowej.

Znaczenie planowania kapitału dla długookresowej efektywności firmy powoduje, że interakcja pomiędzy działalnością przedsiębiorstwa, wynikami ekonomicznymi i kontrolą nie może być przeceniona. Jednakże należy także pamiętać o ograniczeniach systemu informacji rachunkowej. Tradycyjne podejście do procesu podejmowania decyzji i kontroli zakłada niezmienność i przewidywalność otoczenia, jasne sformułowanie celu działania oraz niezmienność w czasie istniejących zależności.

Warunkiem koniecznym dla właściwego funkcjonowania przedsiębiorstwa w Polsce staje się stabilność stosowanych rozwiązań, umożliwiająca pewne i rzetelne określenie celowości i efektywności podejmowanych decyzji finansowych

i inwestycyjnych. Pewność co do przyszłych uwarunkowań ekonomicznych funkcjonowania gospodarki jest jednym z najważniejszych elementów przy podejmowaniu decyzji odnoszących się do przyszłości przedsiębiorstwa. Przeniesienie punktu ciężkości z analiz *ex post* na *ex ante* należy do najważniejszych zadań analizy ekonomicznej w jednostce gospodarczej.

Badania polskie dotąd nie uwzględniały tej tematyki, gdyż struktura kapitału, a tym bardziej wpływ kosztów agencyjnych na jej kształtowanie, nie miały w warunkach polskich istotnego znaczenia, a to ze względu na to, że kapitał stanowił dobro społeczne, a nie prywatne.

Ostrożne kierownictwo nie zdecyduje się na zaciąganie długów, jeśli nie upewni się, że firma będzie mogła je spłacić w trudnych warunkach. Z tego względu w wielu przedsiębiorstwach utrzymywany jest margines bezpieczeństwa w postaci niewykorzystanej pojemności zadłużeniowej w celu minimalizacji poziomu ryzyka wystąpienia trudnej sytuacji finansowej i utraty dostępu do rynków kapitałowych. Przed określeniem poziomu wykorzystywanej dźwigni finansowej należy rozważyć:

- zdolność do całkowitego wykorzystania założonej wielkości tarczy podatkowej, szczególnie przy wystąpieniu niekorzystnych warunków w okresie istnienia zadłużenia,
- wpływ poziomu wykorzystania kapitałów obcych na przyszłe zapotrzebowanie firmy na kapitały zewnętrzne,
- wpływ (jeśli taki istnieje) polityki w zakresie struktury kapitału na politykę dotyczącą dywidend,
- zwiększenie ryzyka bankructwa na skutek zwiększenia dźwigni finansowej,
- koszty, jakie firma poniesie w przypadku bankructwa.

Ważne jest dokonanie wyboru tych firm, które mają podobne portfele aktywów, ponieważ typ aktywów wpływa na koszty trudnej sytuacji finansowej i stopień dźwigni finansowej możliwej do zastosowania przy każdym poziomie gradacji (rangowania). Przedsiębiorstwa muszą być porównywalne pod względem wielkości, bo przy równości innych cech im większa firma, tym większy poziom zadłużenia akceptować będą agencje rangujące przy każdym poziomie gradacji. Kluczowe wówczas stają się:

1. Określenie wartości wskaźników finansowych charakteryzujących dźwignię finansową. Do najważniejszych należą: wskaźnik pokrycia opłat stałych, wskaźnik relacjonujący przepływy pieniężne i zadłużenie całkowite (kapitały obce) oraz wskaźnik zadłużenia długoterminowego. Nie są one

w stanie dostarczyć wszystkich koniecznych informacji, wobec czego analitycy mogą wykorzystać inne, użyteczne ich zdaniem, wskaźniki finansowe w celu zdefiniowania docelowej struktury kapitału.

2. Przeprowadzenie próbnej analizy finansowej dla przetestowania zdolności firmy do pełnego wykorzystania korzyści podatkowych przy jej finansowaniu zgodnie z założoną strukturą kapitału, według następującego wzorca. Należy sprawdzić wpływ różnych, przyszłych scenariuszy działania na wskaźniki finansowe w celu ustalenia korekt założonej struktury kapitału, właściwych w świetle oczekiwanych przyszłych warunków gospodarowania firmy.
3. Określenie zapotrzebowania na odkupywanie akcji lub inne formy transakcji istotnych dla korekty struktury kapitału.
4. Opracowanie programu finansowania długoterminowego przy bieżącej i docelowej strukturze kapitału, uwzględniające niedoskonałości rynku.

Ważną kwestią jest niska efektywność polskich przedsiębiorstw. W badanych przedsiębiorstwach sektora nawozowego oczekiwana stopa zwrotu z aktywów jest zawsze niższa od kosztu długu. W takiej sytuacji jest oczywiste, iż analizowana przez teorie finansów znaczna część korzyści wynikających ze stosowania kapitału obcego zanika, zaś dług jest często traktowany jako zło konieczne, pomagające zachować finansową płynność i przetrwać trudne chwile, nawet przy ponoszeniu strat. Jak wykazały przeprowadzone badania, ważną determinantą struktury kapitału jest rentowność. Wykorzystywanie wyższej dźwigni finansowej przed wystąpieniem trudności finansowych przedsiębiorstwa przyczynia się do przyspieszenia reakcji przedsiębiorstwa i zwiększa prawdopodobieństwo podjęcia działań operacyjnych zmierzających do zażegnania trudności.

Optymalne kształtowanie struktury kapitału może istotnie wpływać na poziom średniego ważonego kosztu pozyskania kapitału. Im niższy ten koszt, tym wyższy zysk. Struktura kapitału powinna być kształtowana z uwzględnieniem celu działalności przedsiębiorstwa, którym jest z reguły rentowność kapitału własnego. W związku z tym kształtując strukturę kapitału, przedsiębiorstwa powinny wykorzystać pozytywny efekt dźwigni finansowej. Natomiast przedsiębiorstwa polskie, w tym przedsiębiorstwa badanego sektora, chętnie korzystają ze względnie tanich oraz stosunkowo łatwo dostępnych środków w formie kredytów bieżących, pomimo niekorzystnych skutków, jakie tego typu finansowanie wywiera na płynność finansową. Jedną z implikacji tego typu zachowań jest brak troski o formułowanie długookresowej struktury kapitałowej.

Stwierdzić należy, iż obecnie analiza efektywności przedsiębiorstwa musi uwzględniać w swoich badaniach i ocenach problemy związane z ryzykiem, które stanowią immanentną składową analizy struktury kapitału. Drogą do tego jest większy zakres wykorzystania metod statystycznych w szeroko rozumianej ocenie działalności przedsiębiorstwa, ale też modernizacja narzędzi analitycznych.

Koszt kapitału stanowi pewnego rodzaju łącznik pomiędzy decyzjami długoterminowymi odnoszącymi się do finansów przedsiębiorstwa a dochodami jej właścicieli determinowanymi przez rynek. Z uwagi na powiązania przyczynowo-skutkowe decyzji finansowych nie należy rozpatrywać odrębnie kosztów poszczególnych źródeł finansowania, lecz stosować średni ważony koszt kapitału. Problemy związane z szacowaniem średniego ważonego kosztu kapitału obracają się wokół trudności z precyzyjnym wyznaczeniem kosztu kapitału własnego.

Podstawowym problemem pojawiającym się podczas oceny średnio ważonego kosztu kapitału jest możliwość jego minimalizacji na skutek wykorzystania kapitałów obcych, czyli kształtowanie optymalnej struktury kapitału. Jak więc wynika z powyższego, szacowanie kosztu kapitału jest to zagadnienie, którego znajomość staje się nieodzowna w praktyce gospodarczej przy podejmowaniu decyzji finansowych, jak też przy dokonywaniu analizy działalności przedsiębiorstwa.

Podejmowane decyzje finansowe, a wśród nich decyzje inwestycyjne, determinują przyszłość przedsiębiorstwa. Polityka w tym zakresie musi być zatem zgodna ze strategią rozwoju jednostki gospodarczej i jednocześnie zapewnić sprawowanie kontroli nad przedsiębiorstwem.

Rozwój rynku kapitałowego, konieczność pozyskiwania na nim potrzebnych kapitałów, wzrost konkurencji pomiędzy przedsiębiorstwami wymuszą prowadzenie wnikliwej analizy działania przedsiębiorstwa dla lepszego przewidywania jego przyszłości. Newralgicznego znaczenia nabiera system właściwych i rzetelnych informacji ekonomicznych, gdyż potrzeby w tym zakresie rosną wraz z rozwojem i wzrostem efektywności rynku kapitałowego i gospodarki.

Analiza struktury kapitału powinna adaptować nowoczesne narzędzia służące lepszemu poznaniu rzeczywistości gospodarczej. Należą do nich, przedstawione w dysertacji, dźwignia finansowa i jej efekty oraz finansowy próg rentowności, umożliwiające dokonanie wyboru optymalnej dla przedsiębiorstwa struktury kapitału oraz określenie ryzyka i pojemności zadłużeniowej związanych z daną strukturą kapitału.

CAPITAL STRUCTURE AS A BASE OF COMPANY'S MARKET VALUE CHEMICAL BRANCH ENTERPRISES

Summary

Corporate capital choices are affected by number of different factors. No unified theory of capital structure has been developed up to now. However, current explanations of corporate financial policy may be grouped into three main categories: taxes, agency costs and information costs. A search for optimal capital structure is aimed at: maximizing tax advantage of debt and reduction of agency costs and information costs resulting from corporate debt choices. All financial decisions should lead to increasing company's market value. The paper includes selected results of statistical research carried out on the base of data received from chosen chemical branch enterprises.

Translated by Agnieszka Szczęsna-Urbaniak