

lane przez miejscowe rady deputowanych. Kupującym może być osoba prawna lub fizyczna dysponująca środkami własnymi (osoby fizyczne przy kwotach przewyższających 50 razy płace minimalne składają oświadczenie o źródłach przychodów), pożyczonymi lub papierami prywatyzacyjnymi (dopuszcza się wykup przez tworzone z obywateli Ukrainy stowarzyszenia kupujących, występujące po rejestracji jako osoby prawne). Środki finansowe kolektywów pracowniczych mogą być wykorzystywane na zakup prywatyzowanego mienia tylko wtedy, gdy stanowią osobistą własność prawną poszczególnych członków kolektywu.

Osoby prawne i fizyczne z zagranicy, osoby bez obywatelstwa oraz wspólne przedsiębiorstwa z udziałem inwestora zagranicznego, wnoszą opłaty za prywatyzowane obiekty tylko w walucie wymienialnej przy zastosowaniu specjalnego kursu prywatyzacyjnego. Pozbawione prawa zakupu prywatyzowanych obiektów są wszystkie osoby prawne z udziałem własności państwowej, organy władzy państwowej i rządu, pracownicy organów prywatyzacyjnych i osoby fizyczne, którym wyrokiem sądowym zabroniono prowadzenia działalności gospodarczej.

Wycenę i inwentaryzację obiektów małej prywatyzacji sporządzają organy prywatyzacji. Kierownik danego organu zatwierdza wycenę podpisaną imiennie przez osobę wyceniającą. Wartość obiektu, która jest ceną sprzedaży przy wykupie przez pracowników lub ceną wywoławczą na przetargu, ustala się na podstawie przeszacowanych wartości księgowych podstawowych funduszy i środków obrotowych przedsiębiorstwa z wliczeniem należności i nie regulowanych zobowiązań.

Fundusz Własności Państwowej i rady deputowanych ustalają wykazy obiektów małej prywatyzacji, dla których wycenę sporządza się na podstawie ekspertyz z uwzględnieniem potencjalnych możliwości zysku lub ceny rynkowej.

Adam Peszko

Autor – doktor habilitowany nauk ekonomicznych, przedstawiciel METRONEX S.A. we Lwowie.

Krzysztof Kempieński

## Zarządzanie pasywami – struktura kapitałowa

Niniejszy tekst porusza kwestię zależności między strukturą kapitałową, ryzykiem i wartością przedsiębiorstwa oraz zależnością między strukturą pasywów a płynnością przedsiębiorstwa.

Przy podejmowaniu decyzji dotyczących struktury pasywów przedsiębiorstwa należy wziąć pod uwagę podstawowy cel jego działania: jest nim zazwyczaj maksymalizacja majątku jego właścicieli. Za właścicieli przedsiębiorstwa uznajemy zarówno akcjonariuszy, jak i wierzycieli. Na rynkową wartość kapitału przedsiębiorstwa (*owners equity*) – OE i długu (*debt*) – D mają wpływ dwie grupy czynników:

### ■ Zależne od zarządu przedsiębiorstwa:

- zysk generowany przez przedsiębiorstwo,
- ryzyko związane z funkcjonowaniem danego przedsiębiorstwa,
- perspektywy rozwoju danej firmy.

### ■ Niezależne od zarządu przedsiębiorstwa:

- stopa procentowa,
- koniunktura na rynku papierów wartościowych.

### Istota dźwigni finansowej

#### Przykład 1.

Przedsiębiorstwo finansuje swoje aktywa wyłącznie z kapitału własnego. Nie ma więc żadnych zobowiązań krótkoterminowych, ani długoterminowych (wszystkie płatności realizuje gotówką, natychmiastowo). Nie płaci też podatku dochodowego. Rentowność aktywów netto (równa rentowności brutto) wynosi 20%. Tyle też wynosi stopa zwrotu z kapitału własnego. Właściciele postanawiają zwiększyć stopę zwrotu z kapitału własnego, ponad obecny poziom, który jest równy średniemu poziomowi akceptowanemu przez rynek kapitałowy. W tym celu postanawiają sfinansować połowę aktywów swej firmy z kredytu długoterminowego, oprocentowanego 8% rocznie (stopa rynkowa). Zmieniają w ten

sposób strukturę pasywów firmy:

100% OE	50% OE
	50% D

Zmiana ta wywiera znaczący wpływ na rachunek wyników przedsiębiorstwa. Jeżeli aktywa tej firmy mają wartość 100, to rachunek wyników ma następującą postać:

	I wariant	II wariant
dochód przed płatnością odsetek i podatku ( <i>earning before interest taxes</i> ) – EBIT	20	20
odsetki ( <i>interest</i> ) – I	0	4
podatki ( <i>taxes</i> ) – T	0	0
dochód netto ( <i>net earning</i> ) – NE	20	16
stopa zwrotu z kapitału własnego - NE/OE	20%	32%
pokrycie odsetek zyskiem ( <i>interest coverage ratio</i> ) – EBIT/I	–	4

### Wpływ struktury kapitałowej na rynkową wartość przedsiębiorstwa

Rozważmy dalsze konsekwencje zmiany struktury kapitałowej przedsiębiorstwa z przykładu I. Przed zmianą stopa zwrotu z kapitału własnego tego przedsiębiorstwa wynosiła 20% i była to wielkość akceptowana przez rynek kapitałowy. Po zmianie zysk do podziału między akcjonariuszy wynosi 16. Ponieważ rynek wyrównuje stopy zysku, a zmiana struktury kapitałowej nie została przez inwestorów uznana za zwiększającą ryzyko (wysoki wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem), to wartość kapitału własnego przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym wyniesie  $NE/OE=20\%$ ,  $NE/20\%=OE$ ,  $OE=80$ . W wyniku zmiany struktury kapitałowej rynkowa wartość tego przedsiębiorstwa wzrosła i wynosi: rynkowa wartość długu – 50, rynkowa wartość kapitału własnego – 80, razem 130, co oznacza wzrost wartości o 30%.



## Podatki a dźwignia finansowa

Założmy, że przedsiębiorstwo z przykładu I płaci podatek dochodowy wysokości 40%, a akceptowana przez rynek stopa zwrotu z kapitału własnego wynosi 12%. Przy takich założeniach rozważmy dwa alternatywne sposoby finansowania aktywów: I z kapitału własnego, II w 50% z kapitału własnego i w 50% z kredytu długoterminowego. Rachunki wyników odpowiednio:

	wariant I	wariant II
EBIT	20	20
I	0	4
EBT	20	16
T	8	6,4
NE	12	9,6
EBIT/I	—	4
NE/OE	12%	19,2%

Rynkowa wartość kapitału własnego wyniesie:  $NE/OE=12\%$ ,  $OE=80$

Z analizy przykładu wynika:

■ Dźwignia finansowa podnosi stopę zwrotu z kapitału własnego, tak długo jak stopa procentowa jest niższa od rentowności aktywów (*total assets*) – TA, tj.  $EBIT/TA > i$ .

■ Podatki nie mają wpływu na efektywność działania dźwigni finansowej. Dla skuteczności działania dźwigni finansowej istotna jest jedynie relacja rentowności aktywów i stopy procentowej.

## Ryzyko a dźwignia finansowa

W dotychczasowych rozważaniach nie braliśmy pod uwagę czynnika ryzyka, co nasuwało wniosek, iż należy finansować aktywa w jak największym stopniu z kredytu, o ile rentowność aktywów jest wyższa od stopy procentowej. Warto zauważyć, że jeżeli rentowność aktywów jest niższa od aktualnej stopy procentowej i nie ma możliwości podwyższenia jej w najbliższym czasie, to lepiej sprzedać aktywa przedsiębiorstwa, a uzyskane środki ulokować na rynku pieniężnym.

Wzrost udziału kredytu w finansowaniu aktywów firmy powoduje gwałtowny spadek wskaźnika pokrycia odsetek zyskiem, a w konsekwencji wzrost ryzyka bankructwa przedsiębiorstwa. Wzrost ryzyka niewypłacalności powoduje także podwyższenie stopy procentowej, co obniża efektywność dźwigni finansowej. Ryzyko związane z przedsiębiorstwem może również zmienić nastawienie inwestorów, co znajdzie odzwierciedlenie w podwyższeniu oczekiwanej stopy zwrotu z kapitału własnego, a w konsekwencji wolniejszy wzrost, bądź nawet spadek rynkowej wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa, w miarę wzrostu

udziału długu w finansowaniu aktywów.

W praktyce nie można ustalić jednej uniwersalnej zależności wartości firmy od jej struktury kapitałowej. Funkcja wartości firmy w zależności od udziału długu w finansowaniu aktywów przedsiębiorstwa może mieć bardzo różny przebieg.

## Zarządzanie pasywami a płynność firmy

Najtańszym sposobem finansowania aktywów firmy jest zadłużenie krótkoterminowe. Kredyty krótkoterminowe są oprocentowane niższe niż długoterminowe, zobowiązania wobec dostawców w postaci kredytu kupieckiego są często w ogóle nie oprocentowane. Przy ustalaniu optymalnego udziału zobowiązań krótkoterminowych w pasywach przedsiębiorstwa należy wziąć pod uwagę płynność przedsiębiorstwa.

### Przykład 2

Przedsiębiorstwo ma następującą strukturę aktywów i cztery alternatywne struktury pasywów:

■ Płynność przedsiębiorstwa wynosi 1, co jest wartością bardzo niską, część majątku trwałego jest finansowana z kredytu.

■ Majątek trwały jest finansowany z kapitału własnego, co jest zgodne z polityką konserwatywnych banków. Wskaźnik płynności – 2, co wynika z finansowania części kapitału obrotowego z kredytu długoterminowego.

■ Płynność wynosi 2, część majątku trwałego finansowana jest z kredytu długoterminowego, co może być uzasadnione w tej kapitałochłonnej (50% aktywów to majątek trwały) gałęzi gospodarki.

■ Płynność wynosi 2, aktywa finansowane w 75% z kapitału własnego, czyli małe korzyści z dźwigni finansowej.

W określonych sytuacjach możliwa jest szybka zmiana wskaźnika płynności poprzez spłatę części zobowiązań.

### Przykład 3

Kapitał obrotowy przedsiębiorstwa wynosi 60, w tym:

zapasy	20
należności bieżące	20
gotówka	20

Zobowiązania bieżące wynoszą 40, wskaźnik płynności wynosi 1,5, co może być uznane za zbyt mało.

Zarząd przedsiębiorstwa decyduje się na spłatę części zobowiązań gotówką, co powoduje spadek kapitału obrotowego do poziomu 40 i zobowiązań krótkoterminowych do poziomu 20. Po przeprowadzeniu tej operacji wskaźnik płynności

osiąga pożądany poziom 2. Wskaźnik szybkości, liczony jako stosunek kapitału obrotowego pomniejszonego o zapasy do zobowiązań krótkoterminowych wynosi w obu przypadkach 1.

## Optymalizacja struktury kapitałowej

Strukturę kapitałową przedsiębiorstwa dobierać należy w zależności od koniunktury gospodarczej, perspektyw rozwoju firmy, tak aby w danym momencie była zgodna z preferencjami rynku, co umożliwi maksymalizację wartości papierów wartościowych emitowanych przez przedsiębiorstwo.

### Przykład 4

Rozważmy przykład zmiany wartości przedsiębiorstwa przy zastosowaniu różnych struktur kapitałowych. Mamy przedsiębiorstwo o dochodzie przed odliczeniem amortyzacji, płatnością rat kapitałowych, odsetek i podatków (*earning before interest tax amortization and depreciation EBITDA*) 200 mln dolarów. Dajemy mu konserwatywną strukturę kapitałową: 500 mln finansowane z kredytu na 8% rocznie lub finansujemy z obligacji śmieciowych – 700 mln na 15% rocznie. Rachunki wyników:

	500 mln, 8%	700 mln, 15%
EBITDA	200	100
A	0	0
D	40	40
EBIT	160	160
I	40	105
EBT	120	55
T(40%)	48	22
NE	72	33
EBIT/I	4	1,5

W pierwszym wypadku rynek jest w stanie zaakceptować wskaźnik cena/zysk (*price/earning P/E*) 17, co daje rynkową wartość kapitału własnego  $17 \cdot 72 \sim 1.3$  mld dolarów. Wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem 4, co daje gwarancje terminowej obsługi zadłużenia, czyli dług jest sprzedawany na rynku po cenie nominalnej 500 mln. Daje to łączną wartość przedsiębiorstwa 1.8 mld.

W drugim wypadku pokrycie odsetek zyskiem 1,5, ryzyko bankructwa przedsiębiorstwa jest zdecydowanie większe, rynek akceptuje  $P/E=10$ , co daje rynkową wartość kapitału własnego 330 mln. Z podobnego powodu obligacje śmieciowe są sprzedawane po 90% ich wartości nominalnej, czyli rynkowa wartość długu wynosi 630 mln. Daje to całkowitą wartość rynkową 960 mln.

Zmiana struktury kapitałowej pozwala nawet podwoić rynkową wartość przedsiębiorstwa.

Krzysztof Kempinski