

wiązaniach z gospodarką europejską i światową.

W programie szczegółowym znajdują się przedmioty umożliwiające zrozumienie istoty zmian ustrojowych i gospodarczych dokonujących się w Polsce. Wiodącą rolę w studiach spełnia przedmiot „polityka firmy”, który integruje wiadomości i umiejętności przekazywane w kilkunastu innych przedmiotach programu.

Poprzez prace indywidualne i zespołowe w „polityce firmy” materializuje się bezpośrednie powiązanie procesu studiowania w ramach zajęć stacjonarnych i samokształcenia z praktyką zarządzania. Podstawową metodą uczenia się i nauczania w przedmiocie „polityka firmy” jest *case method*, zmodyfikowana w stosunku do jej oryginalnej wersji w Harvard Business School.

Szczególną wartością studiów jest rozwijanie umiejętności diagnozowania przedsiębiorstwa, identyfikowania kluczowych problemów, formułowania i realizacji strategii rozwoju oraz prezentacji i obrony propozycji rozwiązań. Każdy słuchacz ma obowiązek przygotowania (w formie pisemnej) tzw. opisu przedsiębiorstwa i aktywnego uczestnictwa w całym ciągu zajęć poświęconych prezentacji i dyskusji poszczególnych opisów przedsiębiorstwa. W prezentacji przedsiębiorstwa i jego problemów oraz kierunków rozwoju obowiązuje przyjęcie pozycji naczelnego dyrektora.

Od podobnych programów koncepcja studiów różni się skoncentrowaniem na rozwijaniu umiejętności kierowniczych w bezpośrednim powiązaniu z praktyką zarządzania (słuchacze łączą studia z pracą zawodową). Podstawowym materiałem szkoleniowym wykorzystywanym w zajęciach są opisy konkretnych przedsiębiorstw/firm, przygotowywane przez uczestników zajęć. Przyjęto, że powinna to być firma, w której uczestnik zajęć pracuje lub jest jej właścicielem, bądź taka, która może stać się miejscem pracy uczestnika zajęć w nieodległej przyszłości.

Studia opierają się na wzajemnie ze sobą powiązanych trzech następu-

jących rodzajach działań szkoleniowych:

- kształceniu stacjonarnym,
- samokształceniu kierowanym,
- praktyce w miejscu pracy.

Metody dydaktyczne obejmują metody tradycyjne (wykłady, prelekcje, konsultacje), które są wykorzystywane w zajęciach służących zapoznaniu słuchaczy z określonymi wiadomościami, natomiast metody aktywizujące w trakcie zajęć (*case method*, inscenizacje, gry kierownicze i rozwiązywanie problemów) służą rozwijaniu określonych umiejętności kierowniczych. Struktura procentowa czasu zajęć przedstawia się następująco: wiedza z dyscyplin związanych z pracą kierowniczą – ok. 33%, umiejętności posługiwania się metodami i technikami pracy kierowniczej – ok. 33% i praktyka pracy kierowniczej – opanowanie umiejętności diagnozowania stanu firmy i formułowania strategii jej rozwoju – ok. 33%.

Program zajęć obejmuje m.in. następujące przedmioty: międzynarodowe uwarunkowania działalności gospodarczej, wybrane zagadnienia nauk ekonomicznych, teorię organizacji i zarządzania, strategię przedsiębiorstwa, podstawy prawno-organizacyjne funkcjonowania przedsiębiorstwa, zasady funkcjonowania rynku kapitałowego i banków, podstawy marketingu, finanse i rachunkowość zarządcza, systemy kadrowe i motywacyjne w przedsiębiorstwie, etyka w prowadzeniu działalności gospodarczej.

Program studiów przewiduje 300 godzin zajęć stacjonarnych prowadzonych w pięciu tygodniowych sesjach oraz 500 godzin samokształcenia.

Warunkiem uczestnictwa w studiach jest posiadanie dyplomu ukończenia studiów wyższych, przynajmniej I stopnia.

Warunkiem ukończenia studiów jest zdanie egzaminów i zaliczenie poszczególnych przedmiotów oraz złożenie pracy dyplomowej pozytywnie ocenionej przez promotora i recenzenta.

Absolwent otrzymuje świadectwo ukończenia studiów podyplomowych. ■

Z punktu widzenia kryterium własności kapitał finansujący działalność przedsiębiorstwa dzieli się na: kapitał własny i kapitał obcy.

Podstawowe znaczenie dla funkcjonowania przedsiębiorstwa, nie tylko ze względu na spełnienie formalnych wymogów powstania przedsiębiorstwa, ma kapitał własny. Spełnia on następujące podstawowe funkcje:

- finansuje majątek przedsiębiorstwa,
- zabezpiecza wierzycieli,
- przejmuję straty przedsiębiorstwa,
- uprawnia właścicieli kapitału do zysku.

Kapitał obcy pozwala na zwiększenie środków finansowych poprzez zaciągnięcie kredytów i pożyczek, w celu rozszerzenia działalności gospodarczej. Te źródła finansowania – o terminie spłaty dłuższym niż jeden rok – traktowane są jako kapitał długoterminowy. Drugim obcym źródłem finansowania są zobowiązania bieżące wobec dostawców i innych podmiotów. Te dwa główne źródła kapitału obcego różni koszt ich pozyskania. Zobowiązania są niejako darmowe, jeżeli ich spłata następuje w uzgodnionych z kontrahentami terminach, stąd wykorzystywanie ich w finansowaniu przedsiębiorstwa jest korzystne. Natomiast korzystanie z kredytów i pożyczek wymaga ponoszenia kosztów odsetek i kosztów obsługi bankowej. Zastosowanie więc tego źródła kapitału obcego powinno być zrekompensowane odpowiednio większymi efektami.

Podstawowym celem polityki finansowej przedsiębiorstwa jest tworzenie korzystnej struktury finansowania, co przejawia się w odpowiednich proporcjach między kapitałem własnym a kapitałem obcym. Odpowiednio wysoki udział kapitału obcego w stosunku do kapitału własnego świadczy o niekorzystnej strukturze finansowania. Mogą wówczas wystąpić trudności finansowe w zgromadzeniu środków na spłatę kapitału obcego we właściwym czasie i w potrzebnej wysokości; przedsiębiorstwo może stracić wiarygodność wobec banków i innych kontrahentów. Do oceny proporcji między tymi dwoma rodzajami kapita-

Halina Buk

# Kształtowanie struktury kapitału przedsiębiorstwa

łów wykorzystuje się następujące wskaźniki:

- wskaźnik zaangażowania kapitału własnego

$$\frac{\text{kapitał własny}}{\text{kapitał łączny}}$$

- wskaźnik zaangażowania kapitału obcego

$$\frac{\text{kapitał obcy}}{\text{kapitał łączny}}$$

- stopień zadłużenia

$$\frac{\text{kapitał obcy}}{\text{kapitał własny}}$$

- stopień pokrycia zadłużenia kapitałem własnym

$$\frac{\text{kapitał własny}}{\text{kapitał obcy}}$$

Jakie najkorzystniejsze wartości powinny przyjmować powyższe wskaźniki, nie zostało w literaturze przedmiotu jednoznacznie rozstrzygnięte. Nie istnieją ogólnie uznawane graniczne wartości tych wskaźników, operuje się tylko pewnymi przedziałami. I tak np. wielu ekonomistów polskich przyjmuje za minimalną wielkość wskaźnika zaangażowania własnego – 50%, podczas gdy w krajach zachodnioeuropejskich za punkt krytyczny uważa się dopiero 25%. Odpowiednio do tego przyjmuje się za dopuszczalny stopień zadłużenia w Polsce do 100%, zaś w krajach zachodnich do 300% poziomu kapitału własnego. Powyższe wielkości należy traktować jedynie orientacyjnie, gdyż w każdym przypadku jest wiele uwarunkowań bezpiecznego finansowania.

W polityce kształtowania kapitału przedsiębiorstwa winno się kierować przede wszystkim rentownością zastosowania kapitału łącznego i kapitału własnego. Poziomem rentowności kapitału są zainteresowani przede wszystkim właściciele przedsiębiorstwa,

gdź poziom ten wskazuje na siłę dochodową przedsiębiorstwa, tj. zdolność przynoszenia dochodu z zastosowanego kapitału. Do oceny tej zdolności można wykorzystać następujące podstawowe wskaźniki rentowności kapitału:

- rentowność kapitału własnego

$$\frac{\text{zysk netto (lub zysk brutto)}}{\text{kapitał własny}}$$

- rentowność kapitału łącznego

$$\frac{\text{zysk netto (lub zysk brutto)} + \text{odsetki od kapitału obcego}}{\text{kapitał łączny}}$$

Przyjmowanie w liczniku powyższych wskaźników – zysku brutto (tj. przed opodatkowaniem), zaleca się zwłaszcza w porównaniach międzyzakładowych<sup>1)</sup>.

Porównanie rentowności kapitału własnego z rentownością kapitału łącznego pozwala na ocenę efektu dźwigni finansowej. Decyzja o udziale kapitału obcego w finansowaniu przedsiębiorstwa ma charakter finansowy. Zastosowanie kapitału obcego wymaga spłacania rat i odsetek z efektów przyszłej działalności operacyjnej. Przy czym za koszt zastosowania kapitałów obcych uznaje się związane z nimi odsetki – i o tę część zwiększone są koszty uzyskania przychodów, czyli zmniejszona odpowiednio podstawa opodatkowania. Nie uwzględnia się natomiast kosztów oprocentowania zastosowanych kapitałów własnych. Jeżeli więc stopa oprocentowania (odsetek) kapitału obcego będzie niższa od stopy rentowności kapitału łącznego, przedsiębiorstwo będzie miało korzyść finansową w postaci pozytywnego efektu dźwigni finansowej z ukształtowanej struktury kapitału. W takim przypadku przedsiębiorstwo uzyskuje większy zysk, aniżeli przy zastosowaniu wyłącznie kapitału własnego. W rezultacie rośnie

rentowność kapitału własnego tym silniej, im mniejszy jest udział kapitału własnego w łącznym kapitale przedsiębiorstwa. I odwrotnie. Efekty dźwigni finansowej będą negatywne, jeżeli stopa oprocentowania kapitału obcego będzie wyższa od stopy rentowności kapitału łącznego. W takim przypadku, im wyższy będzie wskaźnik zaangażowania kapitału obcego, tym bardziej będzie obniżała się rentowność kapitału własnego.

Korzyści podatkowe wynikające z zastosowania kapitału obcego sprzyjają więc korzystaniu z tego kapitału, jednakże nie w każdym przypadku może to być dla przedsiębiorstwa korzystne. Ważnym jest określenie wpływu zastosowania kapitału obcego na rentowność kapitału własnego. Dla tych więc potrzeb we wskaźniku rentowności kapitału łącznego przyjmuje się w liczniku wynik finansowy powiększony o odsetki od kapitału obcego.

W literaturze przedmiotu są różne podejścia do mierzenia efektu dźwigni finansowej (DF). Najczęściej spotyka się wzór w postaci ilorazu rentowności kapitału własnego do rentowności kapitału łącznego<sup>2)</sup>:

$$DF = \frac{\text{rentowność kapitału własnego}}{\text{rentowność kapitału łącznego}}$$

czyli:

$$DF = \frac{\text{kapitał łączny}}{\text{kapitał własny}} \times \frac{\text{zysk netto (lub zysk brutto)}}{\text{zysk netto (lub zysk brutto)} + \text{odsetki}}$$

Wartości powyższego wskaźnika wyższe od jedności świadczą o pozytywnym efekcie dźwigni finansowej. Wartości niższe od jedności wskazują na występowanie negatywnego efektu dźwigni finansowej, czyli na niekorzystną strukturę kapitałów przedsiębiorstwa. Efekty dźwigni

finansowej można pokazać na umownym przykładzie, rozważając dwa warianty finansowania przedsiębiorstwa, różnicując wyraźnie strukturę kapitałów. Stopę oprocentowania kapitałów obcych przyjmujemy na poziomie 16%.

$$DF_I = 0,21 - \frac{42.000 + 4.800}{250.000} = 0,023 \text{ lub } 2,3\%$$

$$DF_{II} = 0,26 - \frac{26.000 + 14.400}{250.000} = 0,098 \text{ lub } 9,8\%$$

O pozytywnym efekcie dźwigni finansowej, obliczonej według tej

Wyszczególnienie	Wariant I	Wariant II
Kapitały własne	200.000	100.000
Kapitały obce	50.000	150.000
Kapitał łączny	250.000	250.000
Odsetki	8.000	24.000
Zysk	42.000	26.000
Zysk + odsetki	50.000	50.000
Rentowność kapitałów własnych, %	21,0	26,0
Rentowność kapitału łącznego, %	20,0	20,0
Dźwignia finansowa	1,05	1,30

Przyjmując dla obydwu wariantów finansowania jednakową efektywność zastosowania kapitałów, co odzwierciedla stopa rentowności kapitału łącznego, uzyskuje się większą rentowność kapitałów własnych przy II wariantcie finansowania. Wskaźnik dźwigni finansowej jest pozytywny w obydwu wariantach, przyjmuje jednak w wariantcie II odpowiednio większą wartość.

W. Bien<sup>3)</sup> oblicza skalę dźwigni finansowej przy zastosowaniu następującej formuły:

$DF = \frac{\text{zyskowność kapitałów własnych} - \text{skorygowana zyskowność majątku}}{\text{zysk netto} + \text{odsetki netto}}$

Zaś skorygowana zyskowność majątku to relacja:

$$\frac{\text{zysk netto} + \text{odsetki netto}}{\text{majątek ogółem}}$$

Odsetki netto to poniesione przez przedsiębiorstwo odsetki zmniejszone o podatek dochodowy. Wynoszące one w naszym przykładzie:

Wyszczególnienie	Wariant I	Wariant II
Zapłacone odsetki	8.000	24.000
40% podatku dochodowego	3.200	9.600
Odsetki netto	8.000	14.400

Przyjmując, że stan kapitału łącznego odzwierciedla wartość posiadanego majątku ogółem, uzyskuje się następującą skalę dźwigni finansowej każdego z wariantów:

metody, świadczą wartości większe od zera. W porównaniu z pierwszą metodą dochodzi się więc do tych samych wniosków, jeżeli chodzi o wpływ zastosowania kapitałów obcych na rentowność kapitałów własnych.

Jeszcze inną miarę efektu dźwigni finansowej określa Z. Fedorowicz<sup>4)</sup>:

$$DF = \frac{\text{zysk bez oprocentowania i opodatkowania}}{\text{zysk po odliczeniu oprocentowania, bez opodatkowania}}$$

Wyliczona w ten sposób dźwignia finansowa wynosi:

$$DF_I = \frac{70.000 + 8.000}{70.000} = 1,11$$

$$DF_{II} = \frac{43.333 + 24.000}{43.333} = 1,55$$

Pozytywne efekty zastosowania kapitału obcego do finansowania przedsiębiorstwa można uzyskiwać przy spełnieniu pewnych warunków: ● realizowana działalność gospodarcza musi zapewnić pokrycie wy-

datków związanych z kapitałem obcym,

● koszt pozyskania kapitału obcego musi być niższy od stopy zwrotu kapitału,

● stopa zwrotu kapitału zrekomensuje ryzyko finansowe podejmowane przez kapitałodawców.

Generalnie przedsiębiorstwo może korzystać z kapitału obcego w takich rozmiarach, które nie spowodują zachwiania jego sytuacji finansowej. Ponadto, przedsiębiorstwo korzystające z ulg w opodatkowaniu podatkiem dochodowym nie uzyskuje korzyści podatkowych wynikających z zastosowania kredytów i pożyczek.

W niniejszym artykule zasygnalizowano jedynie ogólne problemy zaangażowania kapitału obcego. Wnikliwa analiza pozytywnych i negatywnych skutków finansowania przedsiębiorstwa kapitałem obcym wymaga rozważenia wielu dodatkowych elementów. Najważniejszym jest rozpatrzenie potencjalnych rodzajów kapitału obcego. Są nim nie tylko kredyty i pożyczki, ale też np. dług obligacyjny, zobowiązania wobec dostawców. Różne zobowiązania mają różną wysokość oprocentowania, koszt ich różnie wpływa na podstawę opodatkowania przedsiębiorstwa. Ewentualne powiększanie kapitału przedsiębiorstwa musi być finansowo bezpieczne, a jednocześnie ekonomicznie korzystne. Ta swoista równowaga pomiędzy stopniem ryzyka a poziomem rentowności zainwestowanego kapitału wyznacza optymalną strukturę kapitału przedsiębiorstwa.

Halina Buk

#### PRZYPISY

- 1) J. SZCZEPANIAK, *Ocena przedsiębiorstwa na podstawie sprawozdań finansowych*, Ekorno, Łódź 1992, s. 105.
- 2) J. SZCZEPANIAK, op. cit. s. 108; T. Kiziukiewicz, K. Sawicki, *Sprawozdawczość i informacje finansowe dla menedżera*, Ekspert, Wrocław 1993, s. 44.
- 3) W. BIEN, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce*, Warszawa 1992, s. 44.
- 4) Z. FEDOROWICZ, *Finanse przedsiębiorstwa*, Poltext, Warszawa 1993, s. 135.

Autorka jest profesorem w Katedrze Zarządzania Przedsiębiorstwem Akademii Ekonomicznej w Katowicach