

Dźwignia finansowa w teorii i polskiej praktyce gospodarczej

Marta Kardys

Przedsiębiorstwo korzystające ze środków finansowych, których źródłem pochodzenia są kapitały obce, powinno wykorzystać je w swojej działalności gospodarczej w sposób umożliwiający przyspieszenie rozwoju, powiększenie obrotu z uwzględnieniem jednoczesnej terminowej obsługi długu. Z drugiej strony w związku z pojawieniem się ryzyka finansowego związanego z finansowaniem kapitałem obcym, dawcy kapitału własnego oczekują rekompensaty za ponoszone przez siebie zwiększone ryzyko. Rosną zatem oczekiwania akcjonariuszy co do uzyskiwanych efektów działalności przedsiębiorstwa mierzonych zyskiem netto. Innymi słowy przedsiębiorstwo kształtując strukturę swego kapitału, powinno się kierować:

- kosztami pozyskania kapitału,
- poziomem zyskowności kapitału własnego.

Biorąc to pod uwagę analiza szeroko rozumianych finansowych efektów uzyskiwanych przez przedsiębiorstwo posiłkujące się kapitałem obcym powinna umożliwić odpowiedź na dwa zasadnicze pytania. Po pierwsze: czy poziom pomnażania zysku netto jest większy od poziomu kosztów odsetek? Po drugie: czy korzystanie z obcych źródeł finansowania było opłacalne? Oba problemy są szczególnie ważne przy wykorzystaniu kapitału obcego w procesie optymalizacji struktury kapitału przedsiębiorstwa.

Opłacalność pozyskania kapitału obcego

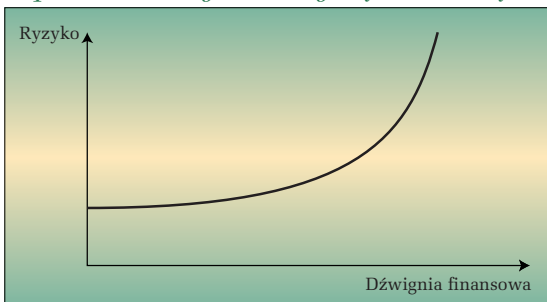
Opłacalność pozyskania kapitału obcego można mierzyć wskaźnikiem rentowności ekonomicznej kapitału

Tabela 1 Etapy ustalania skali efektu dźwigni finansowej

Kolejny etap	Występujące zależności finansowe	Interpretacja
Etap I	$\frac{EBIT}{\text{kapitał całkowity}} \times 100\% > "i"$	Warunek niezbędny do powstania efektu dźwigni finansowej
	gdzie „i” to stopa oprocentowania kapitału obcego	Efektywność kapitału całkowitego mierzona wielkością EBIT musi być wyższa od kosztu kapitału obcego
Etap II	Wzrost stopy zwrotu z kapitału własnego	Zjawisko dźwigni finansowej polegające na wprowadzeniu do struktury kapitałowej kapitału obcego powoduje zwiększenie siły zarobkowej kapitału własnego

Źródło: opracowanie własne.

Wykres 1 Zależność między ryzykiem kapitału własnego a dźwignią finansową



Źródło: M. Jerzemowska: *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*. Warszawa 1999 Wydawnictwo Naukowe PWN, s. 134.

całkowitego. Jeśli rentowność ekonomiczna kapitału całkowitego będzie wyższa od odsetek płaconych od obcych źródeł finansowania, wówczas wystąpi zjawisko dźwigni finansowej. Jest to tzw. warunek powstania pozytywnego efektu dźwigni finansowej. Jeśli ten warunek jest spełniony, wówczas zwiększa się siła zarobkowa kapitału własnego mierzona stopą zwrotu z kapitału własnego. Etapy ustalania efektu dźwigni finansowej przedstawiono w tabeli 1.

Zastosowanie dźwigni finansowej może przynosić przedsiębiorstwu znaczne korzyści, jednak może wywoływać również skutki negatywne, nazywane „maczugą finansową”. Efekt dźwigni finansowej oznacza z jednej strony korzyści finansowe odnoszone przez akcjonariuszy, a z drugiej wzrost ryzyka finansowego. Wymagane zwiększenie rentowności kapitału własnego po dopuszczeniu finansowania kapitałem obcym stanowi dla akcjonariuszy rekompensatę za wzrost ryzyka finansowego (wykres 1).

Z drugiej strony zbyt wysokie zadłużenie może przyczynić się do zmniejszenia zdolności obsługi takiego długu, a w skrajnych przypadkach nawet do bankructwa. Dodatnia różnica między ROE a ROA jest dla akcjonariuszy premią za ponoszone ryzyko. Dlatego dźwignia finansowa służy podziałowi ryzyka między akcjonariuszy, jak również wierzycieli, czyli dawców kapitału obcego. Ryzyko całkowite pozostaje na stałym poziomie, ponieważ wzrostowi ryzyka ponoszonemu przez akcjonariuszy towarzyszy zmniejszenie ryzyka wierzycieli.

Dźwignia finansowa przyniesie efekty negatywne, jeśli wraz ze zwiększaniem udziału kapitału obcego w strukturze kapitałowej przedsiębiorstwa nie występuje wzrost strumienia przepływów pieniężnych na poziomie wystarczającym na opłatę kosztów finansowych związanych z obsługą długu. Dlatego w poniższych rozważaniach tak wyraźnie podkreśla się (poprzez postawioną we wstępie tezę), że pozyskanie kapitału obcego i jego wykorzystanie w procesie kształtowania optymalnej struktury kapitału wymaga stabilnych wpływów gotówkowych z działalności operacyjnej.

Teoria a praktyka

Teorię należałoby skonfrontować z wynikami osiąganymi przez rzeczywiste podmioty gospodarcze w Polsce. Badania empiryczne powinny zatem mieć na celu przybliżenie wiedzy o naszej gospodarce, zmierzając do odpowiedzi na pytanie, czy w polskich warunkach tak często podkreślane w teorii zjawisko dźwigni finansowej ujawnia się w praktyce.

W analizie możliwości wykorzystania kapitału obcego w celu powstania efektu dźwigni finansowej za okres od 1997 r. do 2000 r. zbadano 15 spółek pochodzących z pięciu branż, a mianowicie: dystrybutorów farmaceutycznych (Polska Grupa Farmaceutyczna, Propser, ORFE, Farmacol), telekomunikacyjnej (Telekomunikacja Polska, Netia), elektromaszynowej (Elekttrim, Elektromontaż Export, Elektrobudowa), budowlanej (Mostostal Zabrze, Exbud Skanska, Budimex) oraz sprzedaży hurtowej metali (Impexmetal, Centrozap, Stalexport). Każda z tych branż charakteryzuje się zupełnie innymi uwarunkowaniami wewnętrznymi, regulacjami prawnymi, uzależnieniem od koniunktury światowej oraz różną kapitałochłonnością. Jak wspomniano, finansowanie kapitałem obcym można uznać za opłacalne wówczas, gdy zostanie spełniony niezbędny warunek zaistnienia efektu dźwigni finansowej, tj. gdy rentowność kapitału całkowitego będzie wyższa od stopy oprocentowania kapitału obcego (tabela 2).

Analiza tabeli 2 prowadzi do następujących wniosków:

- W polskich realiach przy stosunkowo wysokim poziomie stóp procentowych w przypadku większości badanych przedsiębiorstw warunek niezbędny do powstania efektu dźwigni finansowej nie jest spełniony (wyjątkiem jest Elektrobudowa w 1999 r., która jednak od 1997 r. do 2000 r. nie korzystała z długoterminowego kapitału obcego). Oznacza to, że korzystanie z kapitału obcego w analizowanym okresie nie przyniosło badanych przedsiębiorstw korzystnych rezultatów efektywnościowych, mierzonych wzrostem rentowności kapitału całkowitego.

- Brak efektu dźwigni finansowej może być też związany z niską efektywnością polskich spółek i zbyt późno przeprowadzonymi procesami restrukturyzacyjnymi, mającymi na celu m.in. redukcję kosztów.

- Właściciele przedsiębiorstw, odnosząc się do realiów rynkowych i decydując się na pozyskanie kapitału obcego w złotych, akceptują możliwość spadku rentowności kapitału całkowitego. Nie można więc analizować zagadnienia pozyskania kapitału obcego przy stopach procentowych na poziomie z lat 1997-2000 w kategoriach optymalizacji struktury kapitału, ale raczej w kategoriach środków niezbędnych do wypełnienia luki finansowej i rynkowego przetrwania.

- W dobie globalizacji konkurowanie cenowe polskich przedsiębiorstw z przedsiębiorstwami zagranicze-

Tabela 1 Ocena możliwości powstania efektu dźwigni finansowej

Spółki w ramach branży	Czynnik	1997	1998	1999	2000
	średnie ważone				
	oprocentowanie				
	kredytów złotych				
	długoterminowych	24,5%	23,4%	17,7%	20,5%
	na cele gospodarcze				
	w bankach				
	komercyjnych*				
Branża dystrybutorów farmaceutyków					
1. Polska Grupa Farmaceutyczna	rentowność kapitału ogółem	9,9	2,3	5,1	-3,9
	spełnienie warunku	niespełniony	niespełniony	niespełniony	niespełniony
2. Prosper	rentowność kapitału ogółem	11,9	13,1	5,7	5,7
	spełnienie warunku	niespełniony	niespełniony	niespełniony	niespełniony
3. ORFE	rentowność kapitału ogółem	17,6	16,5	11,0	7,6
	spełnienie warunku	niespełniony	niespełniony	niespełniony	niespełniony
4. Farmacol	rentowność kapitału ogółem	10,9	10,6	6,7	5,8
	spełnienie warunku	niespełniony	niespełniony	niespełniony	niespełniony
Branża telekomunikacyjna					
1. Telekomunikacja Polska	rentowność kapitału ogółem	15,5	11,5	12,6	12,2
	spełnienie warunku	niespełniony	niespełniony	niespełniony	niespełniony
2. Netia	rentowność kapitału ogółem	-1,3	-5,5	-4,9	-9,4
	spełnienie warunku	niespełniony	niespełniony	niespełniony	niespełniony
Branża elektromaszynowa					
1. Elektrim	rentowność kapitału ogółem	0,4	-10,4	-3,8	4,3
	spełnienie warunku	niespełniony	niespełniony	niespełniony	niespełniony
2. Elektromontaż Export	rentowność kapitału ogółem	1,6	3,4	2,2	-1,2
	spełnienie warunku	niespełniony	niespełniony	niespełniony	niespełniony
3. Elektrobudowa	rentowność kapitału ogółem	19,0	20,9	20,5	-4,9
	spełnienie warunku	niespełniony	niespełniony	spełniony	niespełniony
Branża budowlana					
1. Mostostal Zabrze	rentowność kapitału ogółem	8,5	7,8	7,3	1,4
	spełnienie warunku	niespełniony	niespełniony	niespełniony	niespełniony
2. Exbud Skanska	rentowność kapitału ogółem	5,9	5,7	4,0	1,6
	spełnienie warunku	niespełniony	niespełniony	niespełniony	niespełniony
3. Budimex	rentowność kapitału ogółem	5,2	5,9	4,2	13,7
	spełnienie warunku	niespełniony	niespełniony	niespełniony	niespełniony
Branża sprzedaży hurtowej metali					
1. Impexmetal	rentowność kapitału ogółem	3,6	1,7	4,2	4,9
	spełnienie warunku	niespełniony	niespełniony	niespełniony	niespełniony
2. Centrozap	rentowność kapitału ogółem	-0,7	1,1	-12,2	-76,9
	spełnienie warunku	niespełniony	niespełniony	niespełniony	niespełniony
3. Stalexport	rentowność kapitału ogółem	7,0	4,3	-2,0	-27,7
	spełnienie warunku	niespełniony	niespełniony	niespełniony	niespełniony

* Na podstawie danych z Biuletynów Informacyjnych NBP za lata 1997-2000.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych pochodzących z Centralnego Domu Maklerskiego Banku Śląskiego w Katowicach.

nymi jest utrudnione ze względu na wysoki koszt pozyskiwanego kapitału obcego.

Badane przedsiębiorstwa, które wykazały najwyższą rentowność kapitału całkowitego, mogłyby spełnić warunek niezbędny do uzyskania efektu dźwigni finansowej (poza spółką Elektrobudowa, która jako jedyna uzyskała w 1999 r. efekt dźwigni finansowej), gdyby średnia stopa kredytu długoterminowego w latach 1997-1999 była niższa od około 6,7 punktów procentowych, a w 2000 r. 8 do 13 punktów procentowych.

Wysoki koszt obsługi długu w złotych może przyczynić się do preferowania przez polskie przedsiębiorstwa długu nominowanego w walutach zagranicznych (np. USD lub Euro), jak np. kredyty walutowe lub emisje obligacji na rynkach zagranicznych.

Niestety dla bardzo wielu polskich przedsiębiorstw, które mogłyby zająć wysoką pozycję w klasyfikacji ratingowej, największą barierą w pozyskiwaniu kapitału poprzez euroobligacje mogą okazać się wymagania w zakresie wysokości emisji oraz ewentualnego

sposobu jej zabezpieczenia. Zagrożeniem dla polskiego emitenta z tytułu emisji euroobligacji mogą być wahania kursu walutowego oraz spodziewane tempo dewaluacji złotego.

W badaniach wykazano wyraźny spadek (z pojedynczymi wyjątkami) miar ocen rentowności. Uzyskane rezultaty oceniono wskazując na hipotetyczne przesłanki, z podziałem na cechy wspólne oraz czynniki indywidualne. Czynniki indywidualne wynikają z charakteru konkretnej branży i związanych z tym wymogów prawnych (np. koncesje) i finansowych (np. poziom kapitałochłonności). Do cech wspólnych zaliczono kosztowne procesy konsolidacyjne. Pozytywne efekty tych działań odzwierciedlają się we wzroście wskaźników rentowności najwcześniej w 2001 r. Negatywne efekty alokacji środków pochodzących z pozyskanego kapitału obcego znajdują jednak natychmiastowe przełożenie na rynkową wycenę akcji przedsiębiorstwa, co w konsekwencji wymusza szeroko rozumiane procesy restrukturyzacji, w tym restrukturyzacji zadłużenia.

W przeprowadzonych badaniach ustalono, że stopniowo wzrasta udział kapitału obcego w strukturze kapitałowej, głównie w zakresie zadłużenia krótkoterminowego. Przedsiębiorstwa coraz częściej korzystają z krótkoterminowych kapitałów obcych. Jednak nadmierne korzystanie ze zobowiązań krótkoterminowych, które nie stanowią elementu kapitału stałego, naruszyło bezpieczeństwo finansowe przedsiębiorstw. Należy jeszcze raz podkreślić, że badane przedsiębiorstwa, które wykazały najwyższą rentowność kapitału całkowitego, mogłyby spełnić warunek niezbędny do powstania efektu dźwigni finansowej, gdyby średnia stopa kredytu długoterminowego w latach 1997-1999 była niższa niż 6,7 punktów procentowych, a w 2000 r. od 8 do około 13 punktów procentowych. W polskich realiach, przy stosunkowo wysokim poziomie stóp procentowych, warunek niezbędny do powstania efektu dźwigni finansowej nie jest spełniony. **Inwestorzy angażujący w okresie 1997-2000 swoje środki finansowe w walory analizowanych 15 przedsiębiorstw musieli akceptować ryzyko związane z brakiem efektu dźwigni finansowej, a tym samym brakiem możliwości optymalizacji struktury kapitału z wykorzystaniem finan-**

sowania kapitałem obcym. Korzystanie z kapitału obcego w analizowanym okresie nie przyniosło w badanych przedsiębiorstwach korzystnych rezultatów mierzonych wzrostem rentowności kapitału całkowitego. Oznacza to, że w dobie globalizacji konkurowanie cenowe polskich przedsiębiorstw z przedsiębiorstwami zagranicznymi jest utrudnione ze względu na wysokie koszty pozyskiwanego kapitału obcego.

Warto na tym etapie rozważyć zwrócić uwagę na problem reakcji badanych przedsiębiorstw na wysokie koszty kapitału obcego. Spośród piętnastu analizowanych spółek trzy (Prosper, ORFE i Elektrobudowa) nie korzystały w badanym okresie z finansowania długoterminowym kapitałem obcym. Można wnioskować, że spółki te postąpiły słusznie, ponieważ nie spełniają one warunku niezbędnego do uzyskania dźwigni finansowej. To właśnie te trzy podmioty wykazały w efekcie najwyższe wskaźniki rentowności kapitału całkowitego. Oznaczałoby to, że włączenie do struktury kapitałowej finansowania długoterminowym kapitałem obcym, przy wysokim poziomie stóp procentowych na rodzimym rynku finansowym, doprowadziłoby do pogorszenia wskaźników efektywności tych wysoce rentownych podmiotów. Biorąc pod uwagę opisane ryzyko, zarządy wspomnianych trzech spółek zdecydowały się na rezygnację z finansowania kapitałem obcym, mimo takich korzyści z tego wynikających, jak na przykład efekt tarczy podatkowej.

W przeprowadzonych badaniach wykazano zatem, że z kapitału obcego korzystają nie podmioty najlepsze, lecz raczej przedsiębiorstwa przeciętne i słabe. Wniosek ten, wynikający z badań empirycznych, jest sprzeczny z teoretycznymi modelami zrównoważonego wyboru, w ramach których to właśnie firmy wykazujące większe ryzyko działalności powinny w mniejszym stopniu korzystać z długu niż firmy o bardziej stabilnych dochodach z działalności gospodarczej. Praktyka wykazała, że to właśnie najbardziej rentowne podmioty ostrożnie wykorzystują kapitały obce tworząc konserwatywną, ale zarazem bezpieczną w realiach rynkowych z badanego okresu strukturę kapitału z preferencją większościowego udziału kapitału własnego.