

Agnieszka Parkitna, Arkadiusz Górski

Politechnika Wroclawska

KAPITAŁ WŁASNY – WYBRANE ZAGADNIENIA

Streszczenie: Literatura przedmiotu szeroko i wnikliwie prezentuje różne aspekty zarządzania kapitałem własnym, co świadczy o jego wadze i istotności. Analiza struktury kapitału powinna adaptować nowoczesne narzędzia służące lepszemu jej wykorzystaniu. Oprócz danych finansowych badanej jednostki istotne jest zdefiniowanie czynników wpływających na poziom kapitałów własnych w przedsiębiorstwie, a w szczególności na ich rentowność. Świadome kształtowanie struktury kapitału własnego powinno dążyć do obniżenia kosztu kapitału. Na kształtowanie struktury kapitałów ma wpływ wiele czynników. W związku z tym należy dążyć do możliwości zrozumienia mechanizmów rządzących zależnościami pomiędzy wielkościami ekonomicznymi determinującymi rentowność kapitałów własnych.

Słowa kluczowe: kapitał własny, struktura kapitału, rentowność.

1. Wstęp

Przyjmuje się, że przedsiębiorstwa powinny zdawać sobie sprawę, iż kształtowanie struktury i zarządzanie kapitałem własnym oraz utrzymanie jego wartości na optymalnym poziomie jest niezwykle istotne. Praktyka polskich przedsiębiorstw często udowadnia, iż liczne podmioty gospodarcze odsuwają na dalszy plan zarządzanie kapitałem własnym, koncentrując się jedynie na wypracowaniu jak najwyższego zysku. Literatura przedmiotu prezentuje różne aspekty zarządzania kapitałem własnym, co świadczy o jego wadze. Nasuwają się jednak pytania, czy rzeczywiście kształtowanie struktury kapitałów jest tak ważne, a w szczególności: jaki wpływ na rentowność kapitałów własnych ma struktura kapitałów, co jest najbardziej interesujące z punktu widzenia właścicieli, którzy ten kapitał wprowadzają do spółki. Jeżeli natomiast zależność pomiędzy strukturą kapitałów własnych a ich rentownością nie występuje, to powstaje pytanie, jakie czynniki mogą odgrywać tutaj istotną rolę. I nie chodzi tutaj o szukanie oczywistych odpowiedzi w postaci rentowności sprzedaży, wzrostu zysków, wzrostu wydajności itp., gdyż relacje te wynikają wprost z formuł matematycznych.

Niniejszy materiał koncentruje się wyłącznie na wąskim aspekcie analizy wpływu wybranych czynników na rentowność kapitałów własnych, dokonano w nim badań, opierając się na analizie statystycznej. Stanowi w gruncie rzeczy wstępne

rozważania autorów zmierzających do skonkretyzowania zakresu badań w znacznie szerszym obszarze analizy determinantów kondycji finansowej przedsiębiorstw.

2. Pojęcie i istota kapitału własnego z punktu widzenia przedsiębiorstwa i właścicieli

Kapitał jest stosunkowo obszerną kategorią finansową. Dlatego w zależności od potrzeb danej dziedziny kapitał definiowany jest różnorodnie. Często traktowany jest on jedynie jako źródło finansowania majątku, czyli pasywa w bilansie przedsiębiorstwa. Takie utożsamianie kapitału nie odzwierciedla całej jego istoty w dziedzinie finansów. Kapitał rozumiany jest jako następstwa przepływu środków finansowych do przedsiębiorstwa od właścicieli i wierzycieli, które ucieleśnia się i przyjmuje wartość w aktywach przedsiębiorstwa, pracuje w nich i w wyniku czego zwiększa swą wartość w postaci wypracowanej nadwyżki finansowej. Definicja ta zwraca uwagę na następujące cechy kapitału¹:

- kapitał nie jest majątkiem, a zasobem umożliwiającym zdobycie majątku,
- podkreśla wartościowy charakter kapitału,
- wartość kapitału ma zdolność do wzrostu, pomnażania swojej wartości dzięki pracy majątku.

Bezpośredniej definicji kapitału własnego nie znajdziemy w przepisach o rachunkowości, możemy ją jednak stworzyć z podanej w nich definicji aktywów netto, które są „aktywami jednostki pomniejszonymi o zobowiązania, odpowiadającymi wartościowo kapitałowi netto”². Wartość bilansowa kapitału własnego nie jest zazwyczaj równa jego wartości rynkowej. Kapitał własny jest wkładem właścicieli w majątek spółki, na czas nieograniczony lub na cały z góry oznaczony czas jej trwania. W momencie założenia spółki, stanowi on równowartość wniesionych przez właściciela (właścicieli) zasobów majątkowych.

Ustawa o rachunkowości poświęca art. 36 i 36a kwestiom kapitałów, określając sposób ujmowania i prezentowania w księgach rachunkowych i sprawozdaniach finansowych kapitału (funduszu) własnego. Zgodnie z ustawą o rachunkowości kapitały własne ujmuje się w księgach rachunkowych, z podziałem na ich rodzaje i według zasad określonych przepisami prawa, postanowieniami statutu lub umowy o utworzeniu jednostki.

Z punktu widzenia przedsiębiorstwa kapitał własny jest jednym ze źródeł finansowania jego działalności. Czym jego udział w kapitałach firm jest wyższy, tym uznaje się, że działalność firmy jest bezpieczniejsza, a ryzyko finansowe jest niższe. Jednakże sytuacja taka ma niekorzystny wpływ na poziom rentowności kapitałów własnych, a dla właścicieli kapitały własne to środki, które inwestują w działalność

¹ J. Iwin-Garzyńska, *Kapitał – kategoria finansowa*, [w:] *Finanse przedsiębiorstwa*, red. P. Karpuś, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2006, s. 277.

² Ustawa o rachunkowości, art. 3 ust. 1 pkt 29.

przedsiębiorstwa, mające im przynieść odpowiedni dochód mierzony właśnie poziomem rentowności kapitału własnego. W efekcie przyjmuje się, iż wraz ze wzrostem kapitałów obcych w finansowaniu działalności można uzyskać dodatni efekt dźwigni finansowej i zwiększyć rentowność kapitałów własnych. Przyjęte założenie wydaje się oczywiste, jednakże skłoniło autorów do podjęcia badań, w gruncie rzeczy bardziej statystycznych niż analitycznych, które mają zweryfikować ten pogląd i dodatkowo spróbować znaleźć inne czynniki mogące mieć wpływ na rentowność kapitałów własnych.

3. Pokrycie majątku kapitałami własnymi a ich rentowność

W ramach prowadzonych badań przeanalizowano pokrycie majątku kapitałami własnymi. Następnie ustalono korelację pomiędzy tym wskaźnikiem a rentownością kapitałów własnych. Badania przeprowadzono na reprezentatywnej grupie największych polskich przedsiębiorstwa. Wykorzystano listę 2000 polskich przedsiębiorstw – bardzo dużych, dużych i częściowo średnich, która ukazała się w kolejnych latach w „Rzeczypospolitej”, zawierającą dane finansowe za rok 2006 charakteryzujące wyniki i sytuację bilansową tych firm. Była ona przygotowana w około 70% na bazie sprawdzonych źródeł, którymi były przede wszystkim dane zweryfikowane przez audytorów, pozyskiwane bezpośrednio z firm lub opublikowane w Monitorze Polskim B oraz w Monitorze Spółdzielczym B.

Tabela 1. Przedziałowa częstość występowania wskaźnika pokrycia majątku kapitałem własnym w rozpatrywanej próbie przedsiębiorstw

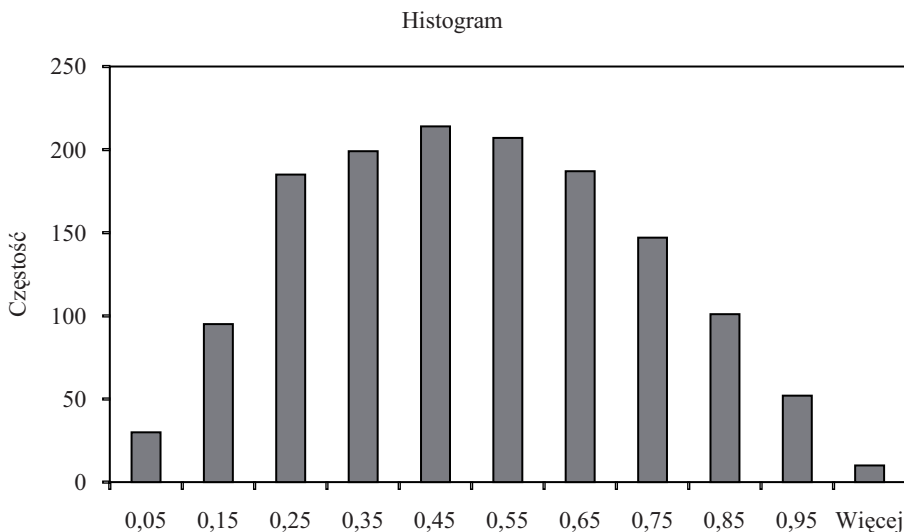
Przedziały wskaźnika pokrycia majątku kapitałem własnym	Częstość występowania wartości badanego wskaźnika
0,05	30
0,15	95
0,25	185
0,35	199
0,45	214
0,55	207
0,65	187
0,75	147
0,85	101
0,95	52
Więcej	10
	1427

Źródło: opracowanie własne.

Ze względu zarówno na umieszczenie na liście wyników grup kapitałowych, jak i oddzielnie wyników finansowych wiodących spółek w ramach tych grup na liście łącznie znalazło się ponad dwa tysiące rekordów z danymi. Celem uniknięcia dublujących się informacji, a także ze względu na niepełne informacje w odniesieniu do niektórych przedsiębiorstw przeprowadzono selekcję firm w ramach posiadanej bazy i ostatecznie analizie poddano 1427 przedsiębiorstw o łącznej sprzedaży w 2006 roku wynoszącej ponad 763 mld zł i wypracowujących łączny wynik finansowy netto na poziomie ponad 38 mld zł.

Dla rozpatrywanej próbki przedsiębiorstw wyliczono wskaźnik pokrycia majątku kapitałem własnym, a następnie dla przedziałów dziesięcioprocentowych, zaczynając od progu 5%, zliczono liczbę obserwacji, co prezentuje tab. 1.

Dysponując zebrany materiał, sporządzono poglądowy wykres w postaci histogramu prezentującego częstość wartości wskaźnika pokrycia majątku kapitałem własnym w badanej próbie 1427 firm (rys. 1).



Rys. 1. Histogram częstość występowania wskaźnika pokrycia majątku kapitałem własnym w rozpatrywanej próbie przedsiębiorstw

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie przeprowadzonych obserwacji można stwierdzić, że wyraźnie widoczny jest rozkład normalny występowania wartości wskaźnika pokrycia majątku kapitałem własnym, którego wartość kształtuje się na stosunkowo wysokich poziomach. Dodatkowo otrzymane wyniki wykazały, iż w badanej próbie nie występują żadne anomalie, które dyskredytowałyby posiadany materiał badawczy do dalszych badań i analizowania wpływu struktury na rentowność kapitałów własnych.

W następnym kroku zbadano zależność pomiędzy wskaźnikiem pokrycia majątku kapitałem własnym a jego rentownością. Chodziło o zweryfikowanie, czy występuje tutaj jakakolwiek zależność, która zgodnie z literaturą z zakresu finansów wydaje się oczywista. Okazuje się jednak, że pomiędzy wskaźnikiem rentowności kapitałów własnych a wskaźnikiem pokrycia majątku kapitałem własnym praktycznie nie występuje zależność statystyczna mierzona współczynnikiem korelacji – wartość korelacji dla próbki 1427 przedsiębiorstw jest nieistotna i wyniosła zaledwie 0,0165. Wyższy poziom korelacji (0,119) wystąpił przy badaniu zależności pomiędzy rentownością kapitałów własnych a mnożnikiem kapitałów własnych, czyli odwrotnością wskaźnika pokrycia majątku kapitałem własnym. Niemniej jednak wyznaczony statystyczny poziom zależności i tak był stosunkowo niski.

Przeprowadzone obliczenia mogą prowadzić do kilku wniosków:

- statystycznie struktura kapitałów ma niewielki wpływ na rentowność kapitałów własnych,
- wpływ struktury kapitałów na rentowność kapitałów własnych w każdym przedsiębiorstwie jest charakterystyczny, co powoduje, że nie jest widoczny przy badaniu na dużej próbie przedsiębiorstw,
- rentowność kapitałów własnych uzależniona jest od wielu czynników, w tym od struktury kapitałów, jednakże wzajemne oddziaływanie tych czynników powoduje, że nie jest możliwe uchwycenie wpływu każdego z nich z osobna,

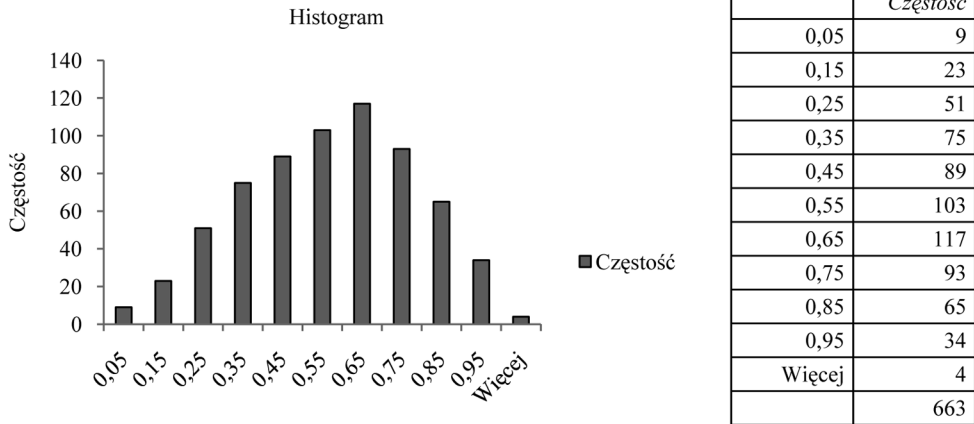
Mając na uwadze te wyniki, przystąpiono do pogłębionych badań i sprawdzono, jak wyglądają przedstawione zależności, ale w bardziej jednorodnych próbach firm. Podziału firm dokonano według branż czy też gałęzi gospodarki, przypisując na podstawie kodu PKD każde przedsiębiorstwo do jednej z sześciu takich branż, jak:

- rolnictwo,
- górnictwo,
- przemysł,
- budownictwo,
- handel,
- usługi.

Niestety w ramach branż rolnictwo i górnictwo wyselekcjonowana próbka była stosunkowo niewielka, dlatego też pominięto ich dalszą analizę.

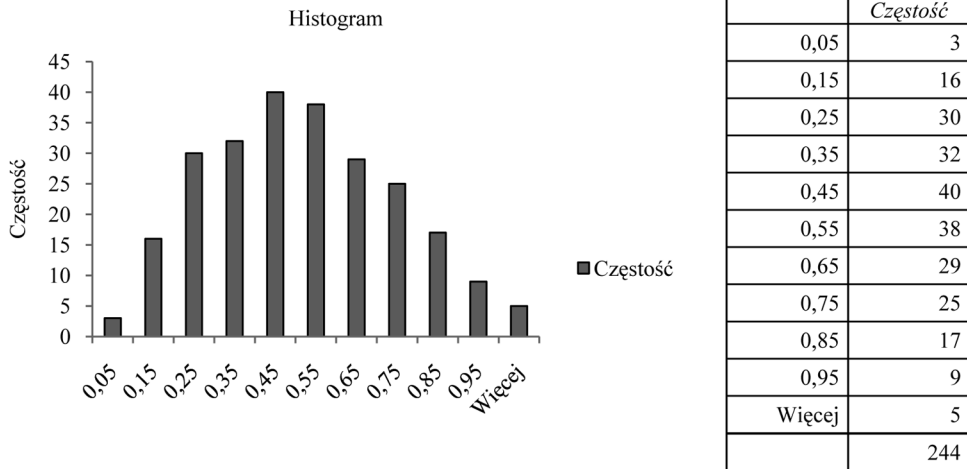
Na rysunkach 2-5 prezentujemy uzyskane wyniki analiz. W pierwszej kolejności przedstawiono histogram prezentujący częstość wartości wskaźnika pokrycia majątku kapitałem własnym w odniesieniu do każdej z branż, a następnie wyliczono wskaźnik zależności pomiędzy badanymi wielkościami przy zastosowaniu współczynnika korelacji.

Uzyskane wyniki badań dotyczące wskaźnika pokrycia kapitałem własnym w podziale na branże okazują się dość ciekawe; widać wyraźnie, iż wskaźnik ten jest charakterystyczny dla każdej z rozpatrywanych branż. Rozkład gęstości dla każdej branży jest specyficzny, udział kapitału własnego w finansowaniu działalności jest najwyższy w przemyśle, nieznacznie gorzej wygląda to w usługach, a najwyższe



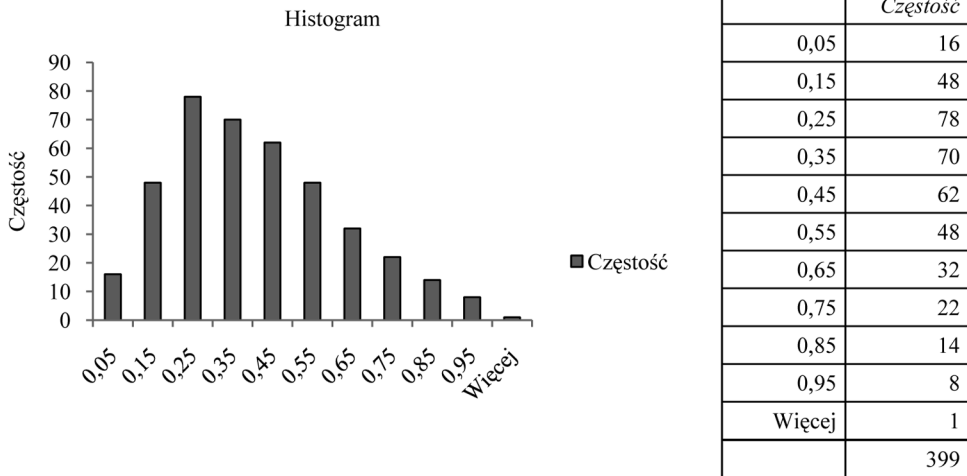
Rys. 2. Histogram częstość występowania wskaźnika pokrycia majątku kapitałem własnym w rozpatrywanej próbie przedsiębiorstw przemysłowych

Źródło: opracowanie własne.



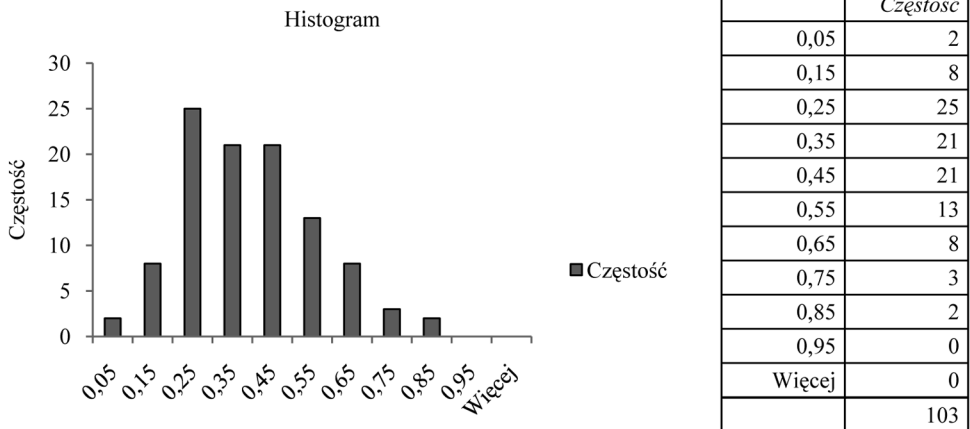
Rys. 3. Histogram częstość występowania wskaźnika pokrycia majątku kapitałem własnym w rozpatrywanej próbie przedsiębiorstw usługowych

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 4. Histogram częstość występowania wskaźnika pokrycia majątku kapitałem własnym w rozpatrywanej próbie przedsiębiorstw handlowych

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 5. Histogram częstość występowania wskaźnika pokrycia majątku kapitałem własnym w rozpatrywanej próbie przedsiębiorstw z branży budownictwo

Źródło: opracowanie własne.

ryzyko finansowe wydaje się występować w handlu i budownictwie. Należy przy tym podkreślić, iż dla budownictwa liczebność próbki jest znacznie niższa niż dla pozostałych branż; w efekcie rozkład nie przebiega tak równomiernie, niemniej jednak liczebność tej próbki na poziomie ponad 100 należy uznać za wystarczającą do przyjęcia jej przy dalszych badaniach.

W związku z otrzymanymi wynikami można postawić tezę, iż stwierdzony przy pierwszych wynikach analizy brak zależności pomiędzy rentownością kapitałów własnych a udziałem kapitałów własnych w strukturze kapitałów mógł być następstwem specyfiki każdej firmy, która ujawnia się już na szczeblu branży.

W ramach poszczególnych branż zbadano jeszcze korelację wskaźnika rentowności kapitałów własnych ze wskaźnikiem udziału kapitału własnego oraz z mnożnikiem.

W przypadku przemysłu korelacja udziału kapitału własnego jest wyższa niż dla całej badanej próby 1427 firm i wynosi $-0,0903$, niemniej jednak poziom zależności jest nadal stosunkowo niski. W odniesieniu do mnożnika kapitału własnego zależność ta jest wyższa ($-0,673$) i wykazuje już wyraźną zależność. Dla branży usługi korelacja wynosi odpowiednio $-0,1883$ i $0,2690$, czyli jest mało znacząca. Dla handlu otrzymano $-0,1194$ i $0,9601$, a dla budownictwa $-0,1334$ i $0,5670$.

Uzyskane wyniki wskazują, że jednak zależność pomiędzy poziomem kapitału własnego w finansowaniu działalności przedsiębiorstw może występować, przy czym zależność tej nie uda się zaobserwować na podstawie wskaźnika udziału kapitału własnego, a raczej poprzez analizę mnożnika kapitału własnego. Dodatkowo można stwierdzić, iż zależność będzie widoczna dla próbek firm bardziej jednorodnych. Jedyne dla branży usług zależność ta jest stosunkowo niewielka, jednakże należy wziąć pod uwagę różną specyfikę działalności usługowej, która w naszym badaniu nie została uwzględniona. Przy głębszej analizie można zauważyć (niezależnie lub w powiązaniu) jeszcze inne kryteria podziału rozpatrywanej próbki, np.:

- poziom obrotów,
- strukturę własnościową (państwowe, prywatne),
- poziom rentowności.

4. Determinanty rentowności kapitałów własnych – próba określenia jednoznaczności wpływu

W związku z niejednoznacznością zależności pomiędzy strukturą kapitałów a rentownością kapitałów własnych podjęto się jeszcze badania różnych czynników, które taką zależność mogłyby wykazać, przy czym nie chodziło tutaj o analizę czynników związanych z funkcjonowaniem samej firmy, a o wyszukanie czynników kształtowanych w jej otoczeniu.

Na podstawie wyników finansowych z dziewięciu kolejnych lat (1999-2007) dla 1427 przedsiębiorstw przeanalizowano zależność między rentownością kapitałów własnych a innymi czynnikami makroekonomicznymi, takimi jak:

- stopa bezrobocia,
- stopa lombardowa,
- stopa referencyjna,
- podatek dochodowy,
- inflacja,
- kurs USD,
- kurs EUR.

Przy doborze poszczególnych czynników nie roztrząsano, czy ich dobór jest właściwy, czy w ogóle ma sens, czy i jakie występują zależności między wyróżnionymi czynnikami.

Przy doborze wymienionych czynników posłużono się kryterium ich powoływania się na nie w literaturze przedmiotu. Wytypowano określoną grupę czynników i przyjęto, że nie drogą dedukcji, ale analizy statystycznej zostanie przeprowadzona interpretacja ich wpływu czy też związku z rentownością kapitałów własnych.

Dla wymienionych czynników przeprowadzono badanie korelacji między ich wartościami a rentownością kapitałów własnych, opierając się przy tym na uśrednionych wartościach w odniesieniu do przedsiębiorstw – wyniki obliczeń przedstawia tab. 2.

Tabela 2. Korelacja rentowności kapitałów własnych z wybranymi czynnikami makroekonomicznymi

Czynnik	Stopa bezrobocia	Stopa lombardowa	Stopa referencyjna	Podatek dochodowy	Inflacja	Kurs USD	Kurs EUR
Korelacja	0,7832	-0,6767	-0,6520	-0,4525	-0,6348	-0,2555	0,5053

Źródło: opracowanie własne

Na podstawie przeprowadzonych badań uzyskano dość ciekawe wyniki. Najsilniejsze zależności liniowe z rentownością można zaobserwować dla stopy bezrobocia. Oznacza to, że wraz ze wzrostem wartości rentowności kapitałów własnych wzrasta stopa bezrobocia.

Stopy procentowe i podatek dochodowy mają odwrotny wpływ na wskaźnik rentowności kapitałów własnych. Im wartości tych czynników są wyższe, tym wskaźnik rentowności jest niższy. Ta współzależność jest umiarkowana lub znacząca, a więc również istotna. Pozostałe czynniki mają umiarkowaną lub słabą współzależność ze wskaźnikiem rentowności kapitałów własnych.

Do wyników uzyskanych badań należy podchodzić dość ostrożnie, z czym zgadzają się autorzy niniejszego artykułu. Statystycznie można czasami wykazać zależność między całkowicie niezależnymi czynnikami. Przeprowadzone badania, w gruncie rzeczy statystyczne, mają stanowić podstawę do bardziej zaawansowanych i pogłębionych badań z zakresu kształtowania się rentowności kapitałów własnych i czynników mających wpływ na tę wskaźnik. W dalszych badaniach autorzy artykułu mają zamiar zastosować teorię szumów wywodzącą się z nauki o teorii sy-

gnałów, a stanowiącą w swojej konstrukcji rozbudowany aport matematyczny, który dogłębniej opisałby badane zjawisko i zinterpretowałby zależności. Będzie to jednak przedmiotem kolejnych publikacji autorów.

5. Podsumowanie

Problematyka rentowności kapitałów własnych jest jednym z istotniejszych zagadnień finansów, którego waga wiąże się ze znaczeniem tego aspektu dla właścicieli przedsiębiorstw. Maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa, czyli bogactwa właścicieli, jest obecnie uznawana za podstawowy cel zarządzania finansami; w efekcie przewrotnie można stwierdzić, iż właściciel staje się podmiotem, a przedsiębiorstwo – narzędziem pozwalającym osiągać jego cele.

W niniejszym artykule skupiono się na problematyce związku rentowności kapitałów własnych ze strukturą kapitałów i z udziałem kapitału własnego. Zasygnalizowano kierunek prowadzonych badań i poszukiwań. W szczególności udało się pokazać, że statystycznie nie każde zależności są oczywiste i że te nieoczywiste związki w przypadku odpowiedniego doboru próbkki, odpowiedniego jej przygotowania mogą być uchwycone i potwierdzone. Przybliżyła to możliwość zrozumienia mechanizmów rządzących zależnościami między wielkościami ekonomicznymi i ułatwia właściwe zarządzanie, mogąc się przyczynić do maksymalizacji zwrotu na kapitale własnym.

Literatura

- Blanke-Lawniczak K., Bartkiewicz P., Szczepański M., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teoretyczne, przykłady, zadania*, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2007.
- Iwin-Garżyńska J., *Kapitał – kategoria finansowa*, [w:] *Finanse przedsiębiorstwa*, red. P. Karpuś, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2006.
- Krzywda D., Dudek J., *Kapitał własny spółek handlowych*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Zarząd Główny w Warszawie, Centralny Ośrodek Szkolenia Zawodowego, Warszawa 2000.
- Ostaszewski J., Ćwirko T., *Finanse spółki akcyjnej*, Difin, Warszawa 2005.
- Słownik finansów i bankowości*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Szczęsna-Urbaniak A., *Kształtowanie struktury kapitału a pozycja rynkowa przedsiębiorstw sektora nwozowego w Polsce*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 6, WNUSz, Szczecin 2008.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (DzU 2009 nr 152, poz. 1223 ze zm.)

OWN CAPITAL – SELECTED ISSUES

Summary: The literature on this topic presents the various aspects of own capital management broadly and thoroughly, what proves its importance. The analysis of capital structure should adopt modern tools. Except study the financial data of the given entity, one should determine factors influencing the level of own capital in the enterprise as well as its profitability. Conscious creation of own capital should aim at lowering the capital costs. Many factors have an impact on the process of capital structure creation. That is why it is necessary to understand mechanisms governing correlations between economic measures that determine profitability of own capital.