

*Małgorzata Ciepielowska – Sroka**

WPŁYW KOSZTU KAPITAŁU NA WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA

THE INFLUENCE OF THE COST OF CAPITAL ON THE COMPANY VALUE

Summary

The article discusses the meaning of the cost of capital in the process of the company value creating. Capital structure and cost of capital are one of the key company affecting current economic results of enterprise and profitability of its development.

1. Uwagi wstępne

Koszt kapitału to parametr odgrywający znaczącą rolę w decyzjach związanych z pomnażaniem wartości posiadanych zasobów. Stanowi on ważne kryterium decyzyjne w procesie zarządzania podmiotem gospodarczym.

Zarządzanie kapitałem jest nieodłącznie związane z realizacją zasadniczych celów jakimi są: pozyskanie kapitału do finansowania przedsięwzięć rozwojowych oraz dążenie do maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa^[1].

Celem artykułu jest przedstawienie kosztu kapitału jako istotnego elementu sterowania przedsiębiorstwem, który bezpośrednio wpływa na jego wartość.

¹ Z punktu widzenia ekonomicznej istoty, jak i cech kapitału, przyjmuje się, że głównym celem, jaki stawia przed sobą przedsiębiorstwo w gospodarce rynkowej jest maksymalizacja wartości, dokonująca się w wyniku osiągnięcia możliwie wysokiego dochodu z kapitału zainwestowanego przy akceptowanym poziomie ryzyka.

* mgr, Zakład Finansów i Rachunkowości, Wyższa Szkoła Biznesu – National -Louis University w Nowym Sączu, Wydział Zamiejscowy w Tarnowie.

2. Istota kosztu kapitału

Koszt kapitału jest jednym z podstawowych parametrów uwzględnianych w rachunku ekonomicznym. Ma on podstawowe znaczenie nie tylko w teorii, ale i w praktyce zarządzania finansami przedsiębiorstw. W związku z powyższym bez znajomości kosztu kapitału nie można mówić o efektywnym^[2] zarządzaniu przedsiębiorstwem.

Koszt kapitału jest minimalną korzyścią, jakiej oczekują jego właściciele w zależności od ryzyka, na jakie go wystawiają. Zależy on od:

- możliwości produkcyjnych,
- preferencji czasowych konsumpcji,
- ryzyka,
- inflacji [Dudycz 2005].

Koszt kapitału traktuje się jako łącznik pomiędzy decyzjami długoterminowymi, które dotyczą finansów przedsiębiorstwa a dochodami jej właścicieli zależnymi od rynku kapitałowego.

Analiza kosztu kapitału pozwala na sformułowanie charakteryzujących go cech:

- podstawę jego pomiaru stanowi wartość rynkowa,
- jest zorientowany na przyszłość,
- stanowi on funkcję inwestycji.

Koszt kapitału rozpatrywany jest w różnych aspektach, m.in:

- aktywów – stopa dyskonta dla redukowania generowanej przez aktywa przyszłej wartości przepływów pieniężnych do wartości bieżącej;
- pasywów – koszt pozyskania przez spółkę i zatrzymania kapitału w warunkach konkurencji generowania zwrotu;
- inwestycji – zwrot oczekiwany z danej inwestycji [Jerzemowska 2004].

Można zatem powiedzieć, że koszt kapitału stanowi stopę zwrotu, jaka musi być uzyskana przez przedsiębiorstwo (z prowadzonych inwestycji) w celu zachowania wartości rynkowej akcji. Na zmianę kosztu kapitału wynikającą z powyższych sytuacji wpłynąć może poziom i stopień zmienności strumieni pieniężnych, związanych z nowym rodzajem działalności, jak i korelacja pomiędzy strumieniami pieniężnymi, związanymi z nowym oraz dotychczasowym rodzajem działalności [Johnson 2000].

Koszt kapitału rozpatruje się w kategoriach:

- kosztu średniego^[3] (WACC – weighted average cost of capital), który łączy w sobie koszty wszystkich źródeł kapitału, z jakich korzysta przedsiębiorstwo,

2 Efektywność wpisuje się w proces dokonywania optymalnych wyborów, służących realizacji celów przedsiębiorstwa oraz doboru właściwych środków i metod realizacji. [Książek 2002].

3 Średni koszt kapitału przedsiębiorstwa oblicza się jako średnią kosztów poszczególnych jego składników, ważoną ich udziałem w całości kapitału.

- kosztu krańcowego^[4] (MCC - marginal cost of capital).

Średni ważony koszt kapitału zależy od struktury kapitału, na którą składają się następujące elementy:

- kapitał własny: kapitał uprzywilejowany, kapitał zwykły, zysk zatrzymany;
- kapitał obcy: kredyty bankowe, instrumenty dłużne, obligacje, leasing, factoring.

Jeżeli mówimy o kapitale własnym i obcym warto podkreślić, iż analogicznie występuje również koszt kapitału własnego i obcego.

Zarządzający przedsiębiorstwem przy podejmowaniu decyzji dotyczących projektów inwestycyjnych czy struktury kapitałowej przedsiębiorstwa, która warunkuje maksymalizację wartości, powinni wykazać się znajomością ustalania kosztu kapitału, pochodzącego z różnych źródeł.

Biorąc pod uwagę powyższe, optymalizacja struktury kapitału uwzględnia najniższy średni ważony koszt kapitału oraz takie korzyści wynikające z wykorzystania kapitału obcego (efekt tarczy podatkowej, efekt dźwigni finansowej), przy których wartość przedsiębiorstwa jest maksymalizowana. Problem optymalizacji jest zagadnieniem rozpatrywanym indywidualnie dla każdego przedsiębiorstwa i zależnym w dużej mierze od realizowanej przez kierownictwo strategii finansowej [Kardyś 2001].

3. Koszt kapitału a wartość przedsiębiorstwa

Jednym z najważniejszych czynników wpływających na kształtowanie struktury kapitałowej przedsiębiorstwa jest koszt kapitału. Stanowi on zatem o podejmowaniu decyzji, dotyczących sposobu finansowania majątku przedsiębiorstwa.

Do czynników, od których zależy decyzja w zakresie struktury kapitału, uznawanej za optymalną z uwzględnieniem kosztu kapitału należy zaliczyć:

- ryzyko,
- sytuację przedsiębiorstwa dotyczącą płatności podatkowych,
- możliwość pozyskania kapitału obcego po relatywnie niskim koszcie,
- preferencje zarządzających przedsiębiorstwem w odniesieniu do polityki finansowej,
- politykę dywidendy,
- strukturę aktywów przedsiębiorstwa,
- dynamikę wzrostu przedsiębiorstwa [Kardyś 2001].

Powiązanie kosztu kapitału przedsiębiorstwa z jego rynkową wartością nie jest bezzasadne, gdyż to właśnie koszt kapitału wyznacza konieczną do uzyskania minimalną stopę zwrotu z inwestycji, które przedsiębiorstwo przeprowa-

⁴ Koszt krańcowy ma szczególne znaczenie w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych.

dza. W przypadku, gdy omawiana stopa zostanie uzyskana, wówczas rynkowa wartość jego akcji powinna zostać zachowana. Koszt kapitału ma bezpośredni związek z wartością przedsiębiorstwa przy szacowaniu tej wartości metodą zdyskontowanych strumieni pieniężnych. Dzięki znajomości kosztu kapitału można wycenić wartość przedsiębiorstwa (należy w tym miejscu podkreślić, że aby omawiana wartość zbliżyła się do wartości rynkowej koszt kapitału musi odzwierciedlać oczekiwania rynku). Minimalizacja poziomu kosztu, określana we wspomnianej metodzie jako stopa dyskontowa, w efekcie wpłynie na maksymalizację wartości przedsiębiorstwa.

Jak już wspomniano, wartość przedsiębiorstwa jest najważniejszym celem finansowym, zaś sama jej maksymalizacja stanowi o bogactwie właścicieli.

Autorzy Groth i Anderson proponują, aby przy rozpatrywaniu decyzji inwestycyjnych w celu maksymalizowania wartości przedsiębiorstwa rozważyć następujące zalecenia:

- decyzje analizować na podstawie informacji ekonomicznych, odpowiadających rzeczywistym strumieniom pieniężnym, które pojawiają się w określonych momentach czasowych, a nie księgowych – ustalanych według zasady memoriałowej, według której przychody nie odpowiadają faktycznym wpływom,
- myśleć o koszcie kapitału jak o innych ekonomicznych kosztach, które wiążą się z daną działalnością,
- w przypadku, gdy działania przekształcają kapitał w różne jego formy i/lub wystawiają na różne ryzyko, to należy stosować koszt kapitału o różnej stopie,
- szacować i stosować koszt kapitału na podstawie przyszłościowej bazy,
- wszystkie kapitały powinny reprezentować fundusze, które przedsiębiorstwo może pozyskać przy WACC,
- WACC może być stosowany do oceny projektów inwestycyjnych, jednak ich ryzyko musi być takie, jak projektów, w których przedsiębiorstwo już uczestniczyło,
- jeżeli ryzyko i oczekiwane stopy zwrotu z projektu zostały właściwie ocenione, należy rozważyć projekt niezależnie od partykularnego źródła kapitału [Groth, Anderson 1997].

Do wykonania swoich zadań przedsiębiorstwa potrzebują kapitału w określonej wysokości, niezbędnego do sfinansowania wydatków bieżących i rozwojowych. Kapitał stanowi atrybut każdego sprawnie funkcjonującego systemu gospodarczego, opartego na obiektywnym oddziaływaniu mechanizmu rynkowego. Cecha kapitału, jaką jest zdolność do wzrostu, czyli pomnażania wartości wskazuje, że elementem nieodłącznie związanym z kategorią kapitału jest jego wartość. Biorąc pod uwagę fakt ścisłego powiązania tej kategorii ekonomicznej z kategorią przedsiębiorstwa można stwierdzić, że wartość kapitału odzwier-

cięła jednocześnie aktualną wartość rynkową przedsiębiorstwa [Jaki 2004]. W tym miejscu należy przypomnieć, iż wartość przedsiębiorstwa odpowiada aktualnej wartości oczekiwanych wolnych strumieni pieniężnych. Przy założeniu osiągania wolnych przepływów przez przedsiębiorstwo (w długim czasie) na poziomie stałym można powiedzieć, że aktualna wartość omawianych przepływów odpowiada wartości renty wieczystej [Brealey, Myers 1996].

$$FV = PVFC = \frac{FC}{k}$$

gdzie:

FV – wartość przedsiębiorstwa,

PVFC – aktualna wartość wolnych przepływów pieniężnych,

FC – wolne przepływy pieniężne,

k - stopa dyskontowa, odzwierciedlająca alternatywne możliwości inwestowania przy określonym poziomie ryzyka.

Koszt kapitału odzwierciedla przeciętną korzyść z alternatywnych możliwości inwestycyjnych, charakteryzujących się tym samym poziomem ryzyka. Inwestorzy zawsze będą skłonni skierować swoje kapitały tam, gdzie spodziewają się osiągnąć największą korzyść i nie zaakceptują tych inwestycji, które przyniosą im korzyść mniejszą. W związku z powyższym przeciętny zwrot rynkowy jest dolnym akceptowanym zwrotem, jakiego oczekują inwestorzy, a dla przedsiębiorstwa jest kosztem kapitału, jaki muszą ponieść, aby zatrzymać kapitał w przedsiębiorstwie [Dudycz 2005]. Koszt kapitału musi antycypować w przyszłość.

Pozyskując kapitał przedsiębiorstwo musi rekompensować inwestorom koszt utraconych korzyści. Wiąże się to z ofertą odpowiedniej stopy zwrotu, która stanowi zasadniczy aspekt dla maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa oraz bogactwa jej akcjonariuszy.

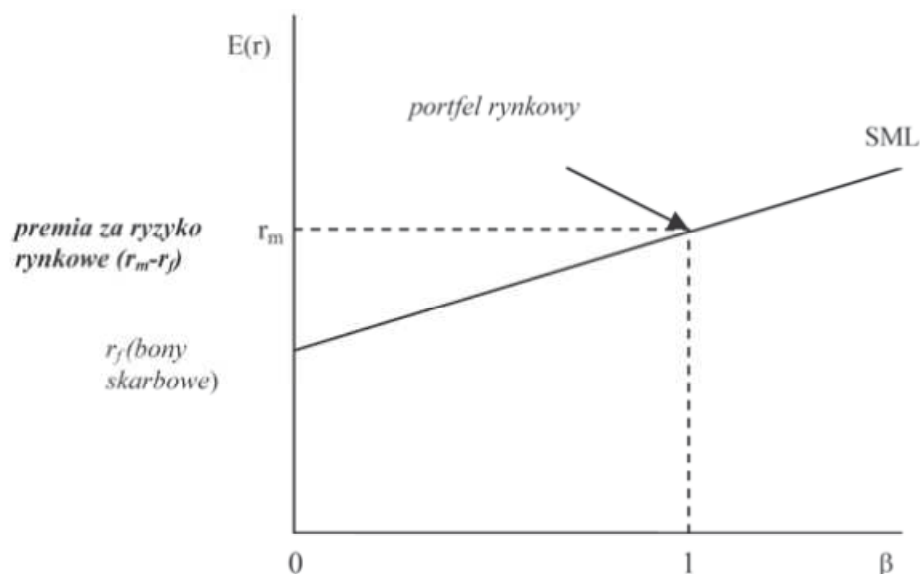
Analiza roli kosztu kapitału w procesie optymalizacji struktury kapitału ukierunkowuje się na kategorię ryzyka, będącego nieodłącznym elementem działalności gospodarczej i determinantem optymalnej struktury kapitałowej przedsiębiorstwa.

Współzależność ryzyka kształtowania struktury kapitału i stopy zwrotu wymaganej przez kapitałodawców oraz zapewniającej odpowiednie pokrycie ponoszonego ryzyka, przy jednoczesnym zachowaniu rynkowej wartości przedsiębiorstwa, stanowi fundamentalną zasadę optymalizacji struktury kapitału [Kardryś 2004].

Na rynku efektywnym procentowy koszt poszczególnych źródeł kapitału stanowi wymaganą przez ich właścicieli stopę zwrotu, zweryfikowaną, jeśli

to konieczne – o koszty emisji i efekty oszczędności podatkowych [Pederson 1998]. Wpływ, jaki wywierają koszty poszczególnych form finansowania na całkowity koszt kapitału przedsiębiorstwa, a także na jego wartość pokazano na wykresie 1. Przedstawia on sposób kształtowania się wymaganej stopy zwrotu hipotetycznego papieru wartościowego, uzależnionego od ryzyka rynkowego, charakterystycznego dla otoczenia danego przedsiębiorstwa.

Rysunek 1. Linia atrakcyjności rynkowej papieru wartościowego



Źródło: G.D. Pederson, M. Kowalewski, Zarządzanie finansowe, wyd. ART, Olsztyn 1998

Linia SML łączy ryzyko wyznaczone przez współczynnik beta z oczekiwaną lub wymaganą stopą zwrotu danego papieru wartościowego. Prosta ta wyraża cenę rynkową ryzyka (dodatkowy oczekiwany zwrot), którego realizacja dokona się poprzez poniesienie dodatkowej jednostki ryzyka. Wzrost ryzyka, wyrażany przez wzrost współczynnika β jest warunkowany przez coraz większe kwoty kapitałów obcych. Dzięki temu linia SML umożliwia znalezienie stopy dyskonta dla inwestycji, wyznaczając tym samym efektywność rozważanych projektów inwestycyjnych, która łączy się z podjęciem decyzji dotyczącej akceptacji lub odrzucenia projektu (w zależności od stopy zwrotu oraz ryzyka).

Wraz ze wzrostem ryzyka mierzonego współczynnikiem β inwestorzy domagają się odpowiednio większej rekompensaty, wiążącej się z pozostawieniem przez nich zysków w przedsiębiorstwie.

Podstawą do wyznaczenia współczynnika β jest obserwacja historycznych szeregów czasowych stopy zwrotu realizowanej w przedsiębiorstwie i stopy zwrotu realizowanej w tym czasie na rynku (na portfelu inwestycyjnym reprezentatywnym na rynku) [Rutkowski 2003].

Cena papieru wartościowego wiąże się z szacunkową wartością oczekiwanych przepływów pieniężnych. Zatem koszt kapitału stanowi ważny czynnik wpływający na wartość rynkową przedsiębiorstwa. W związku z powyższym im wyższy jest koszt kapitału, tym niższa wartość przedsiębiorstwa. Zwiększenie wartości rynkowej papierów wartościowych lub redukcja kosztu kapitału doprowadzi do równoczesnego zwiększenia wartości rynkowej przedsiębiorstwa.

4. Uwagi końcowe

Zarządzanie przedsiębiorstwem nastawione na wzrost jego wartości wymaga fachowości i szerokiej wiedzy osób pełniących funkcje zarządcze zarówno w obszarze operacyjnym, jak i reprezentantów z dziedziny inwestycji czy też finansów. Koszt kapitału wykorzystywany do finansowania przedsiębiorstwa to główny czynnik, który decyduje o wartości podmiotu. Natomiast sama wycena kosztu kapitału jest czynnikiem niezbędnym w przypadku projektowania źródeł finansowania z punktu widzenia minimalizacji kosztów ryzyka i prowadzonej działalności gospodarczej.

Literatura

1. Anderson R.C., Byers S.S., Groth J.C., *The cost of capital for project: conceptual and practical issues*, "Management Decision" 2000, nr 38/6.
2. Biddle G. C., Bowem R.M., Wallace J.S., *Economic Value added: Some Empirical Evidence*, "Managerial Finance" nr 11/1998.
3. Brealey R.A., Myers S.C., *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York 1996.
4. Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE , Warszawa 2005.
5. Fernandez P., *Optimal Capital Structure: Problems with the Harvars and Damodaran Approaches*, Working Paper, January 2000.
6. Groth J.C., Anderson R.C., *The cost of Capital: Perspectives for Managers*, "Management Decision" 1997, nr 35/7.
7. Jerzemowska M., praca zbior., *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2004.
8. Jaki A., *Wycena przedsiębiorstw. Przestanki. Procedury. Metody*, Oficyna Ekonomiczna Kraków 2004.
9. Johnson H., *Koszt kapitału. Klucz do wartości firmy*, wyd. LIBER, Warszawa 2000.

10. Kardryś M., *Czynniki wzrostu wartości*, „Prawo Przedsiębiorcy” 27-28/2001.
11. Kardryś M., *Cechy optymalnej struktury kapitału*, „Prawo przedsiębiorcy” 24/2004.
12. Księżyk M., *Podstawowe zagadnienia ekonomii*, Kantor Wydawniczy ZAKAMYCZE, Kraków 2002.
13. Pederson G.D., M. Kowalewski, *Zarządzanie finansowe*, wyd. ART, Olsztyn 1998.
14. Rutkowski A., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2003.