

BARTŁOMIEJ JABŁOŃSKI

Górnośląska Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości im. Karola Goduli
Chorzów

WPLYW POLITYKI WYPŁAT DLA AKCJONARIUSZY NA KOSZT KAPITAŁU I WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA W ŚWIETLE OBOWIĄZUJĄCYCH TEORII

1. Wprowadzenie

Każda większa inwestycja realizowana przez przedsiębiorstwo wymaga oszacowania przyszłych przepływów pieniężnych w celu potwierdzenia jej opłacalności. W procesie oceny opłacalności inwestycji analizuje się nie tylko wolne przepływy pieniężne ale również stopę dyskonta, która wpływa na obecną wartość przepływów pieniężnych i ostateczną ocenę opłacalności inwestycji rzeczowych. Stopę dyskonta określa się inaczej jako koszt kapitału przedsiębiorstwa.

Polityka wypłat dla akcjonariuszy w wąskim ujęciu to transfer zysku w postaci wypłaty dywidendy lub skup akcji własnych w celu umorzenia. Decyzje te wpływają na zmniejszenie środków pieniężnych w przedsiębiorstwie, które mogłyby być wykorzystane w procesie inwestowania w rentowne projekty inwestycyjne. Spowoduje to potrzebę pozyskania środków pieniężnych, które – w zależności od tego czy będzie to kapitał własny, czy też kapitał obcy – wpłyną na koszt kapitału przedsiębiorstwa. W zależności od wielkości zaangażowanych poszczególnych składników kapitału przedsiębiorstwa oraz ich kosztu, zmienia się koszt kapitału przedsiębiorstwa nazywany średnim ważonym kosztem kapitału (WACC - weighted average cost of capital).

2. Średni ważony koszt kapitału przedsiębiorstwa

Każde przedsiębiorstwo komercyjne dąży do zwiększenia swojej wartości poprzez generowanie dodatnich przepływów pieniężnych na podstawie posiadanych kapitałów własnych oraz obcych. Każde składowe tych kapitałów posiadają koszt.

Czynnikami determinującymi koszt kapitału są m.in:

- ryzyko związane z osiąganiem zysków,
- udział zadłużenia w ogólnej strukturze kapitału,
- kondycja finansowa firmy,
- oraz to jak inwestorzy oceniają jej papiery wartościowe.¹

Średni koszt kapitału firmy oblicza się jako średnią kosztów poszczególnych jego składników, ważoną ich udziałem w całości kapitału a strukturę kapitału ustala się na podstawie bieżących warunków rynkowych.

¹ I. Iwin, Z. Niedzielski, *Rzeczowy majątek trwały*, PWN, Warszawa 2002, s. 167.

Koszt kapitału akcyjnego uprzywilejowanego określa wzór:

(1)

$$r_u = \frac{D_u}{P_u} \times 100$$

gdzie:

D_u – wartość rocznej dywidendy przypadającej na akcję uprzywilejowaną,
 P_u – cena akcji uprzywilejowanej.

Koszt kapitału nowej emisji akcji uprzywilejowanej określa wzór:

(2)

$$r_u = \frac{D_u}{P_{su} - F_{su}} \times 100$$

gdzie:

P_{su} – cena sprzedaży akcji uprzywilejowanej,
 F_{su} – koszty emisji i sprzedaży przypadające na akcję uprzywilejowaną.

Do ustalania kosztu kapitału akcyjnego zwykłego stosuje się następujące metody:

Metoda zdyskontowanych przepływów środków pieniężnych, uwzględniająca różne wartości dywidendy w kolejnych latach. Określa ją wzór:

(3)

$$r_z = \left(\frac{D_z}{P_z} + g \right) \times 100$$

gdzie:

r_z – koszt kapitału akcyjnego zwykłego,
 D_z – wartość rocznej dywidendy przypadająca w następnym okresie na zwykłą akcję,
 P_z – rynkowa cena akcji zwykłej,
 g – oczekiwana stała stopa wzrostu dywidendy.

Nowa emisja akcji zwykłych zmieni koszt kapitału akcyjnego poprzez poniesienie kosztów emisji i sprzedaży akcji. Koszt taki określa wzór:

(4)

$$r_z = \left(\frac{D_z}{P_{sz} - F_{sz}} + g \right) \times 100$$

gdzie:

P_{sz} – cena sprzedaży akcji zwykłej,
 F_{sz} – koszt emisji i sprzedaży przypadające na akcję zwykłą.

Metoda wyceny aktywów kapitałowych (CAPM).

W modelu wykorzystuje się współczynnik beta (B), który mierzy zmienność dochodów z akcji w odniesieniu do dochodów z portfela rynkowego.

Wymaganą przez inwestora dochodowość akcji określa się w tym przypadku jako:

$$r_z = i_{RF} + \beta \times (i_M - i_{RF}) \quad (5)$$

gdzie:

- r_z – koszt kapitału akcyjnego,
- i_{RF} – stopa zwrotu wolna od ryzyka,
- i_M – stopa zwrotu z portfela rynkowego,
- B – współczynnik beta dla akcji danej firmy.

Metoda stopy dochodu z obligacji z premią za ryzyko (bond yield plus risk premium)

Koszt kapitału z emisji obligacji określa się na podstawie stopy procentowej, przy której obecna wartość wydatków przedsiębiorstwa zrównoważy wartość wpływów uzyskanych w momencie sprzedaży obligacji. Uwzględnia się również efekt osłony podatkowej.

Koszt kapitału określa wzór:

$$M_o \times (1 - i_E) = \sum_{t=1}^N \frac{O \times (1 - T_C)}{(1 + r_o)^t} + \frac{M_o}{(1 + r_o)^N} \quad (6)$$

gdzie:

- r_o – koszt kapitału z emisji obligacji,
- M_o – wartość obligacji,
- O – kwota odsetek od obligacji płatna na końcu kolejnych lat,
- i_E – koszt emisji obligacji,
- T_C – stopa podatku dochodowego,
- T = 1,2,...,N – kolejne okresy zapadalności.

Koszt wykorzystania przez przedsiębiorstwo kredytu, oblicza się jako koszt kredytu pomniejszony o oszczędności podatkowe wynikające z możliwości odliczenia odsetek od podstawy opodatkowania. Koszt kredytu określa wzór:

$$r_k = i_d \times (1 - T_C) \quad (7)$$

gdzie:

- i_d – koszt kredytu (odsetki),
- T_C – stopa podatku dochodowego.

Ustalenie kosztów poszczególnych elementów kapitału oraz zbadanie struktury kapitału przedsiębiorstwa stanowi podstawę obliczenia WACC. Do obliczenia WACC stosuje się następującą formułę:

$$r_{sr} = r_u \times u_u + r_z \times u_z + r_k \times u_k + r_o \times u_o \quad (8)$$

gdzie:

- r_u, r_z, r_k, r_o – koszt poszczególnych składników kapitału,

u_u, u_z, u_k, u_o – udział poszczególnych składników w łącznej wartości kapitału.

Zapis ogólny wzoru (8) przedstawia się następująco:

$$WACC = w_E \times k_E + w_D \times k_D \times (1 - T_C) \quad (9)$$

gdzie:

w_E – udział kapitału własnego w kapitale podmiotu,

k_E – koszt kapitału własnego,

w_D – udział kapitału obcego w kapitale zainwestowanym

k_D – koszt kapitału obcego,

T_C – stawka podatku dochodowego.

WACC wyraża obecny koszt, jaki firma musi ponieść aby dysponować kapitałem o określonej wartości i strukturze.

Koszt kapitału jest jednym z głównych czynników branych pod uwagę przy określaniu wartości firmy. W teorii finansów koszt kapitału jest tym samym, co stopa dyskontowa.²

3. Wpływ polityki wypłat na WACC oraz wycenę przedsiębiorstwa

Na wartość wyceny przedsiębiorstwa wpływ ma nie tylko wysokość przepływów pieniężnych, ale również stopa dyskontowa czyli koszt kapitału. Wycena przedsiębiorstwa, która uwzględnia WACC przebiega według wzoru:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{CF_n}{r * (1+r)^n} \quad (10)$$

gdzie:

PV – obecna wartość przedsiębiorstwa,

CF_t – przewidywane przepływy pieniężne w przedsiębiorstwie w okresie t,

CF_n – przewidywany przepływ pieniężny w przedsiębiorstwie w ostatnim okresie prognozy,

r – stopa dyskontowa (WACC),

Dochodowa wycena przedsiębiorstwa stanowi problem w momencie kiedy zastanawiamy się jak długo jesteśmy w stanie w sposób ekonomiczny, uzasadniony i maksymalnie prawdopodobny oszacować konieczne do przeprowadzenia rachunku elementy składowe. Wobec tego formułą wyrażającą sumę zdyskontowanych dochodów przedsiębiorstwa z okresu n lat powinna zostać uzupełniona elementem odzwierciedlającym wartość firmy na końcu n-tego roku. Składnik ten określany jest jako wartość rezydualna przedsiębiorstwa.³

Z wzoru (10) wynika następująca zależność: im wyższe WACC, tym niższa wartość przedsiębiorstwa. Jeśli przedsiębiorstwo jest notowane na rynku kapitałowym, każde wprowadzenie nowego składnika kapitału o wysokim koszcie w dotychczasową strukturę kapitału przedsiębiorstwa, spowoduje wzrost stopy dyskontowej i w efekcie spadek cen

² I. Iwin, Z. Niedzielski, dz. cyt., s. 167.

³ B. Jabłoński, A. Kortylewska, Cena banku, Gazeta Bankowa 2008, nr 3, s. 17.

akcji. Natomiast jeśli przedsiębiorstwo wprowadzi do struktury kapitału kapitał obcy o niskim koszcie, wpłynie to pozytywnie nie tylko na WACC, ale również na wycenę tego podmiotu.

Jeśli stopa oprocentowania (odsetki) od kapitału obcego jest niższa od stopy rentowności kapitału łącznego, przedsiębiorstwo osiągnie korzyść w postaci pozytywnego efektu dźwigni finansowej w kształtowaniu struktury kapitału. W takim przypadku osiągnie większy zysk niż przy zastosowaniu wyłącznie kapitału własnego.⁴

W literaturze przedmiotu znane są modele, które opisują jak struktura kapitału wpływa na wycenę spółki. Jako przykład można podać model Modiglianiego-Millera⁵. Z opublikowanych badań nad modelem płyną następujące wnioski:

1. Wartość firmy nie zależy od tego, kto jest jej właścicielem, czyli jaka jest struktura pasywów. Zwiększyć wartość podmiotu można jedynie przez zwiększenie zysków lub obniżenie kosztu kapitału – tzw. prawo zachowania wartości. Wniosek zakłada brak podatku dochodowego.
2. WACC nie można obniżyć poprzez wprowadzenie do pasywów kapitałów obcych, ponieważ jakiegokolwiek zwiększenie kapitału obcego w strukturze całkowitego kapitału firmy powoduje wzrost ryzyka. Wniosek zakłada brak podatku dochodowego.
3. Wartość podmiotu wykorzystującego kapitał obcy jest wyższa od wartości identycznego przedsiębiorstwa, które finansuje się jedynie kapitałem własnym. Wpływa na to tarcza podatkowa. Wniosek zakłada istnienie podatku dochodowego.
4. WACC nie zależy od kosztu kapitału obcego ale udziału długu w pasywach przedsiębiorstwa. Wniosek zakłada istnienie podatku dochodowego.

Z modelem Mertona – Millera związana jest jedna z teorii struktury kapitału – statyczna teoria substytucji, która zakłada istnienie optymalnej struktury kapitału, która powoduje maksymalizację rynkowej wartości przedsiębiorstwa. W przypadku każdego przedsiębiorstwa istnieją optymalne proporcje podziału całkowitego kapitału zainwestowanego na kapitał własny oraz obcy, które minimalizują WACC i jednocześnie maksymalizują rynkową wycenę spółki.

Drugą teorią związaną ze strukturą kapitału jest teoria hierarchii źródeł finansowania która zakłada, że przedsiębiorstwa są finansowane według preferencji w zakresie pochodzenia kapitału. W pierwszej kolejności przedsiębiorstwo finansuje swoje potrzeby z wypracowanego zysku. W dalszej kolejności sięga po kapitał obcy pod postacią kredytu a dopiero w ostateczności po kapitał własny pozyskany w drodze emisji akcji. Wynika z tego, że przedsiębiorstwo finansowanie kapitałem obcym pozostawia raczej na wdrożenie projektów inwestycyjnych charakteryzujących się wysoką rentownością. Dlatego transfer kapitału do akcjonariuszy realizowany jest z części lub całości zysku a nie z kapitału obcego. Zarówno wypłacanie dywidendy oraz skup akcji własnych w celu umorzenia⁶ dają możliwość kształtowania struktury kapitału.

⁴ I. Iwin, Z. Niedzielski, dz. cyt., s. 168.

⁵ Model Franco Modiglianiego i Mertona Millera z roku 1958.

⁶ Umorzenie akcji powoduje zmniejszenie sumy bilansowej o iloczyn liczby umorzonych akcji i ceny jej odkupu. Aktywa zostają zmniejszone o środki pieniężne wydatkowane na skup akcji a pasywa o niepodzielony wynik z lat ubiegłych (umorzenie z zysku) lub o iloczyn akcji umorzonych i ich wartość nominalną i/lub o iloczyn akcji umorzonych i nadwyżki ceny odkupu ponad wartość nominalną (umorzenie z kapitałów własnych).

W wyniku skupu akcji własnych w celu umorzenia zmienia się relacja dług/kapitał własny w szczególności, kiedy skup akcji finansowany jest zaciągniętym w tym celu długiem. Z kolei wzrost udziału dywidendy w zysku spółki może oznaczać, że przy założonym programie inwestycyjnym musi ona finansować się kapitałem obcym.

Z teorii modelu Mertona i Millera wynika, że koszt kapitału własnego nie zależy od tego, w jaki sposób dochody akcjonariuszy są rozdzielone pomiędzy dywidendę a dochody ze wzrostu kursu. Zaprzeczeniem tej teorii jest podejście Gordona – Lintnera z której wynika, że spółki wypłacające wyższą dywidendę, charakteryzują się wyższym kosztem kapitału. Twierdzenie to opiera na następującym równaniu:

$$k = \frac{D}{P} + g \quad (11)$$

gdzie:

- k – stopa zwrotu z akcji, jednocześnie koszt kapitału własnego,
- D – otrzymana dywidenda,
- P – cena akcji,
- g – prognozowana roczna stopa wzrostu dywidendy oraz kursu akcji.

Sposób w jaki spółka się finansuje, determinuje jej politykę wypłat na wiele różnych sposobów:

- dla przedsiębiorstwa ważne jest, jak aktualna struktura kapitału ma się do optymalnej. Wypłaty na rzecz akcjonariuszy są jednym ze sposobów dochodzenia do kapitałowego optimum,
- duży udział długu powinien zmniejszać wskaźniki opisujące politykę wypłat, ponieważ przedsiębiorstwo w pierwszej kolejności powinno przeznaczyć gotówkę na obsługę tego długu,
- duży udział długu w przedsiębiorstwie ogranicza jego elastyczność finansowania,

z czego wynika następująca właściwość: im większy udział długu w strukturze kapitału, tym niższe wskaźniki polityki wypłat.⁷

Na wybór określonej struktury kapitałów i wielkości dywidend wpływają najogólniej biorąc trzy czynniki:

- pozycja podatkowa firmy,
- obszar jej przedsięwzięć inwestycyjnych,
- efekty sygnalizacyjne odnoszące się do zmiany wielkości dywidend oraz emisji nowych papierów wartościowych.⁸

Zauważono również, że w sytuacji rosnącego długu w przedsiębiorstwie, zarządzający preferują jego zmniejszanie aniżeli zwiększanie, z uwagi na obawę o zwiększające się ryzyko bankructwa i utratę pracy. Wpływa to zgodnie z przyjętymi teoriami na spadek wartości przedsiębiorstwa. Duże zadłużenie w strukturze kapitału powinny utrzymywać te przedsiębiorstwa, które charakteryzują się dużym przepływem pieniężnym z działalności operacyjnej oraz niskim ryzykiem działalności gospodarczej.

⁷ Opracowanie własne na podstawie: A. Cwynar, W. Cwynar, *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania, Warszawa 2007, s. 208.

⁸ M. Sierpińska, *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa – Kraków 1999, s. 161.

4. Podsumowanie

W literaturze przedmiotu istnieją badania i analizy z nich wynikające opisujące problem wpływu polityki wypłat dla akcjonariuszy na WACC a co się z tym wiąże na wartość przedsiębiorstwa. Akcjonariusze analizujący przedsiębiorstwo i jego możliwości rozwojowe nie zawsze analizują średni ważony koszt kapitału tak dokładnie, jak potencjalne możliwości wypłaty dywidendy lub skup akcji własny w celu umorzenia. Jak pokazuje praktyka, zagadnienia te są ze sobą ściśle związane i powinno się analizować wszystkie zagadnienia powiązane z polityką wypłaty realizowaną przez spółkę, WACC oraz możliwościami finansowania działalności podmiotu.

Można wskazać końcowe wnioski do model Modiglianiego-Millera:

- zwiększenie udziału kapitałów obcych w pasywach zmniejsza WACC i zwiększa wartość rynkową kapitałów własnych,
- gdyby były spełnione założenia modelu MM, wartość podmiotu byłaby największa gdyby finansowanie odbywało się w 100% z kapitału obcego, co przekłada się na wzrost ryzyka bankructwa i w efekcie na spadek wartości tego podmiotu. Oznacza to, że dla każdego przedsiębiorstwa istnieje pewne optimum udziału kapitału własnego oraz obcego w sumie kapitału, które powoduje maksymalizację wartości przedsiębiorstwa,
- minimalizacja WACC jest ekwiwalentna do maksymalizacji wartości firmy tylko wtedy, gdy struktura pasywów nie wpływa na wyniki finansowe i ogólne ryzyko finansowe firmy,
- optymalny udział długu w pasywach jest zawsze niższy od tego, który maksymalizuje wartość zysku na akcję.⁹

5. Literatura

- [1] Cwynar A., Cwynar W., *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania, Warszawa 2007.
- [2] Iwin I., Niedzielski Z., *Rzeczowy majątek trwały*, PWN, Warszawa 2002.
- [3] Jabłoński B., Kortylewska A., *Cena banku*, Gazeta Bankowa 2008, nr 3.
- [4] Machała R., *Praktyczne zarządzanie finansami firmy*, PWN, Warszawa 2004.
- [5] Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa 1999.

Streszczenie

W artykule przedstawiono problematykę polityki wypłaty dla akcjonariuszy w kontekście kosztu kapitału przedsiębiorstwa. Ukazano jak wpływa na średni ważony koszt kapitału (WACC) wypłata dywidendy lub skup akcji własnych w celu umorzenia.

Dodatkowo wskazano według jakich zasad przebiega szacowanie WACC przy udziale różnych składników kapitału przedsiębiorstwa z uwzględnieniem

⁹ Opracowanie własne na podstawie: R. Machała, *Praktyczne zarządzanie finansami firmy*, PWN, Warszawa 2004, s. 305 – 306.

problematyki finansowania przedsiębiorstwa według hierarchii źródeł finansowania.

W tekście omówiono jak wpływa WACC na wycenę przedsiębiorstwa metodą dochodową i według jakiego wzoru taką wycenę się przeprowadza.

Artykuł omawia również problematykę wybranych dostępnych w literaturze przedmiotu modeli omawiających wpływ zmiany struktury kapitału na wycenę przedsiębiorstwa.

Słowa kluczowe: polityka wypłat, skup akcji, akcjonariusz, średni ważony koszt kapitału, wycena.

INFLUENCE OF THE POLICY OF PAYMENTS FOR SHAREHOLDERS AT THE COST OF THE CAPITAL AND VALUE OF A COMPANY IN THE LIGHT OF CURRENT THEORIES

Summary

The article presents issues pertaining to the policy of payment for shareholders in the context of the cost of the company capital. It illustrates the way the dividend payment or buy back with the purpose of remittance influence the weighted average cost of capital (WACC).

Additionally, the article illustrates the principles according to which WACC is assessed with the participation of various components of the company capital, taking into consideration issues connected with financing a company according to the financing sources.

The text discusses the way in which WACC influences the evaluation of a company with the application of the income method and the model according to which such an evaluation is executed.

The article also tackles issues pertaining to selected models available in the literature on the subject matter, discussing the influence of the change of the capital structure on the evaluation of a company.

Keywords: policy of payments, buy back, shareholder, weighted average cost of capital, evaluation.

Translated by Bartłomiej Jabłoński

BARTŁOMIEJ JABŁOŃSKI
Górnośląska Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości
im. Karola Goduli w Chorzowie
e-mail: bartlomiejjablonski@o2.pl