

ZARZĄDZANIE STRUKTURĄ KAPITAŁU W FIRMACH RODZINNYCH

Maria MALINOWSKA, Danuta SERETNA-SALAMAJ

Streszczenie: Zarządzanie strukturą kapitałową przedsiębiorstwa można uznać za jedno z trudniejszych zagadnień w całym procesie zarządzania przedsiębiorstwem. Świadome wykorzystywanie dostępnych kapitałów daje możliwość osiągnięcia większych korzyści dla właścicieli przedsiębiorstwa. Obrana przez przedsiębiorstwo i wprowadzana w życie strategia w zakresie zarządzania strukturą kapitałów powinna być wynikiem świadomego uczestniczenia w rynku finansowym. Zarządzanie strukturą kapitałową przedsiębiorstw rodzinnych jest znacznie utrudnione ze względu na specyficzną strukturę własności. Na świecie firmy rodzinne to jeden z najważniejszych modeli prowadzenia interesów. Firmy rodzinne są motorem rozwoju każdej gospodarki. Celem artykułu jest przedstawienie autorskiej metodyki zarządzania strukturą kapitałową przedsiębiorstw rodzinnych pod kątem wzrostu EVA (ekonomicznej wartości dodanej).

Słowa kluczowe: firma rodzinna, finansowanie, struktura kapitału, EVA (ekonomiczna wartość dodana), źródła finansowania.

1. Czynniki i parametry determinujące zarządzanie strukturą kapitałową

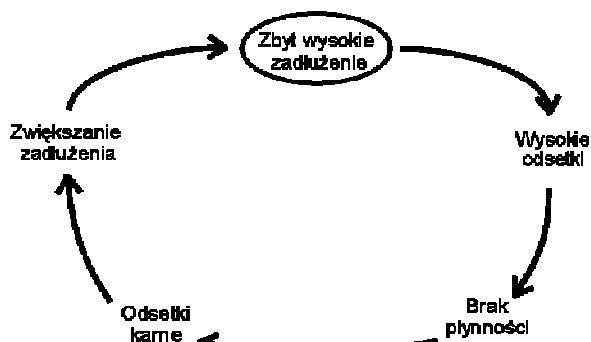
Proces pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwo dokonuje się poprzez wybór różnych kategorii kapitału pod względem ich cech i funkcji. W wyniku tego kształtuje się struktura kapitałowa przedsiębiorstwa, która charakteryzuje się określoną proporcją przede wszystkim między kapitałem własnym i kapitałem obcym, wyrażającą stopień zadłużenia przedsiębiorstwa (stosunek kapitału obcego do kapitału własnego). Decyzje finansowe przedsiębiorstwa obejmują w pierwszej fazie wybór między kapitałem własnym i obcym, w drugiej fazie wybór między kapitałem wewnętrznym i kapitałem zewnętrznym, w trzeciej fazie selekcję konkretnych dawców kapitału.

Kompozycja kapitałów własnych i obcych tworzy strukturę kapitałową, której dobór podporządkowany jest dwóm przesłankom [1, s. 6]:

- wpływowi zastosowania kapitałów obcych na finansowanie aktywów przedsiębiorstwa,
- wpływowi struktury finansów na poziom ryzyka finansowego.

Wysoki poziom finansowania obcego znacznie zwiększa ryzyko utraty płynności finansowej. Zwiększanie zadłużenia wpływa na zwiększenie wskaźników rentowności kapitału własnego, ale również na obniżenie wskaźników rentowności odnoszących się do całości kapitału.

Problem finansowania przedsiębiorstwa za pomocą kapitału obcego jest wysoce złożony i niestety o tym, że jego poziom jest zbyt wysoki, właściciele dowiadują się najczęściej, gdy przedsiębiorstwo wpada w klasyczną spiralę zadłużenia (rys. 1).



Rys. 1 Spirala zadłużenia
Źródło: Opracowanie własne

Przedsiębiorstwa w gospodarce polskiej chcąc skutecznie konkurować na europejskim rynku, powinny na bieżąco i systematycznie kontrolować wysokość wskaźników zadłużenia i w oparciu o nie ustalać strategię finansowania przedsiębiorstw, która zwiększa wartość przedsiębiorstwa. Analiza strategiczno-finansowa i badanie kondycji zadłużenia własnego przedsiębiorstwa powinno być dokonywane nie tylko w sytuacji kryzysowej, ale również, a może przede wszystkim, zapobiegawczo, aby skutecznie zabezpieczyć się przed trudnościami finansowymi wynikającymi z obsługi zadłużenia.

Wyniki badań zagranicznych i krajowych dotyczące poziomu zadłużenia i sposobu finansowania firm rodzinnych nasuwają wnioski, że firmy rodzinne kierują się „szczególną logiką finansowania” [2, s.41-42]. Zgodnie z polityką finansowania firm rodzinnych ostateczny cel funkcji finansowej stanowi maksymalizacja kapitału własnego przedsiębiorstwa, na co, poza wieloma czynnikami natury wewnętrznej, zasadniczy wpływ ma sytuacja rynkowa. Podkreślić należy, że w firmach rodzinnych wartość kapitału jest nie tylko jego ceną, zawiera dodatkowo inne elementy, takie jak: kontynuowanie rodzinnej tradycji, stabilność pracy członkom rodziny, funkcjonowanie przez wiele pokoleń.

2. Istota funkcjonowanie firm rodzinnych

Określenie przedsiębiorstwa rodzinnego nie jest jednoznaczne i ma kilka synonimów, np. biznes rodzinny, firma rodzinna. Przedsiębiorstwo rodzinne nie jest podmiotem „jednowymiarowym”, lecz mocno zróżnicowanym. Brakuje formalnych kryteriów jego wyróżniania, co sprawia, że zalicza się do tej grupy przedsiębiorstwa o różnych formach prawnych, własnościowych, wielkości i różnych metodach zarządzania [3, s. 13].

Aby scharakteryzować przedsiębiorstwo rodzinne, określić wpływ unikatowych cech firmy rodzinnej na jej decyzje finansowe, niezbędne jest prawidłowe zdefiniowanie przedsiębiorstwa kontrolowanego przez rodzinę- przedsiębiorstwa rodzinnego [4, s.41].

Zgodnie z J.L. Wardem firma rodzinna to takie przedsiębiorstwo, którego własność i zarządzanie przejmie następne pokolenie rodziny. N. C. Chuchil i K.J. Hapten uznają, że firma rodzinna istnieje wtedy, gdy młodszy członkowie rodziny przejęli lub mają przejąć kontrolę nad przedsiębiorstwem [5, s. 45]. Biznes rodzinny istnieje wtedy, kiedy przynajmniej dwie generacje rodziny miały znaczący wpływ na cele i politykę podmiotu.

Rola firm rodzinnych w życiu gospodarczym i społecznym została doceniona przez Komisję Europejską, która w roku 2007 powołała grupę ekspercką ds. Biznesu Rodzinnego. W wydanym w listopadzie 2009 roku ostatecznym raporcie grupy eksperckiej

[6] podkreśla się, że mimo iż większość problemów firm rodzinnych jest tożsama z problemami MSP, to wśród firm rodzinnych występują również problemy specyficzne takie jak sprawy finansowe związane z podatkiem od darowizn i spadków, dostęp do finansowania, trudności z pozyskaniem i utrzymaniem w miejscu pracy wykwalifikowanych pracowników, brak stabilnych przepisów prawnych, wysokie obciążenia fiskalne. Ze względu na wartości wnoszone do życia gospodarczego i społecznego firmy rodzinne należy uznać za wartościowy element sektora przedsiębiorczości, którego rozwój powinien być wspierany. Rodzinne biznesy nie są firmami najbogatszymi. Nie oznacza to jednak, że firmy rodzinne nie są dochodowe. Kierują się one nieco innymi wartościami, nie dbają tak bardzo o zysk w wymiarze finansowym. Zysk zajmuje równorzędną pozycję z wartościami. Firmy rodzinne to na ogół firmy z sektora małych i średnich przedsiębiorstw.

3. Zarządzanie strukturą kapitałową firm rodzinnych

Zarządzanie firmą rodzinną opiera się na balansowaniu pomiędzy logiką racjonalności ekonomicznej (przedsiębiorstwo) a logiką emocjonalną (rodzina). Rozwój organizacji rodzinnych jest związany z koniecznością przechodzenia przez etapy głębokich zmian systemu zarządzania wywołanych zarówno napięciami wewnętrznymi, jak i presją otoczenia. Przedsiębiorstwo rodzinne może różnić się od nierodzinnego tym, że wpływ kontrolującej przedsiębiorstwo rodziny i jej wartości będą miały nadrzędne znaczenie dla decyzji strategicznych. W przedsiębiorstwach rodzinnych istnieje konieczność harmonizacji długookresowych celów rodziny z celami strategicznymi firmy [7].

Zarządzanie strategiczne w przedsiębiorstwach rodzinnych ma dwa wymiary: biznesowy i rodzinny, których rezultatem jest określenie roli rodziny w strategii przedsiębiorstwa. Stanowi to sformalizowane zaangażowanie się rodziny w przyszłość biznesu i pomaga nadać kształt wizji obu systemom [8].

Głównymi wyznacznikami strategii przedsiębiorstwa są: misja, wizja, przewaga konkurencyjna, cele strategiczne, metody wdrażania strategii oraz narzędzia kontroli strategicznej. Strategie przedsiębiorstw rodzinnych są uwarunkowane w dużej mierze wielkością, kondycją i rodzajem prowadzonej działalności, czyli zmiennymi niezależnymi od rodzinnej własności i kontroli podmiotu. Jednocześnie posiadają pewne cechy wspólne strategii wynikające z rodzinnego charakteru biznesu.

Zarządzanie w podmiocie rodzinnym powinno w pełni integrować procesy planowania i działania oraz dostrzegać okazje i możliwości (strategiczne myślenie), podejmowanie decyzji (formułowanie strategii), a następnie jej wdrażanie i ocenę oraz jej doskonalenie.

Wprowadzenie zarządzania strategicznego w firmach rodzinnych staje się możliwe, kiedy strategiczne myślenie kadry zarządzającej obejmuje: sformułowanie strategii, jej implementację oraz strategiczną kontrolę [9]. Kluczowym elementem procesu strategicznego w przedsiębiorstwie jest planowanie sukcesji. Firma rodzinna charakteryzuje się grupą wyróżniających cech, które pozwalają rozpoznać ją na tle różnorodnych form organizacyjnych przedsiębiorstwa. Do cech tych należą:

- co najmniej jeden członek rodziny jest zatrudniony w przedsiębiorstwie lub aktywnie wspiera jego działalność,
- istniejące stosunki rodzinne wpływają na sukcesję własności i kontroli w przedsiębiorstwie,
- wartości kultywowane w rodzinie znajdują odzwierciedlenie w systemie misji i wizji przedsiębiorstwa rodzinnego,

- historia rodziny jest ściśle powiązana historią firmy,
- członkowie rodziny czują się odpowiedzialni za bieżące funkcjonowanie oraz perspektywy rozwoju przedsiębiorstwa rodzinnego.

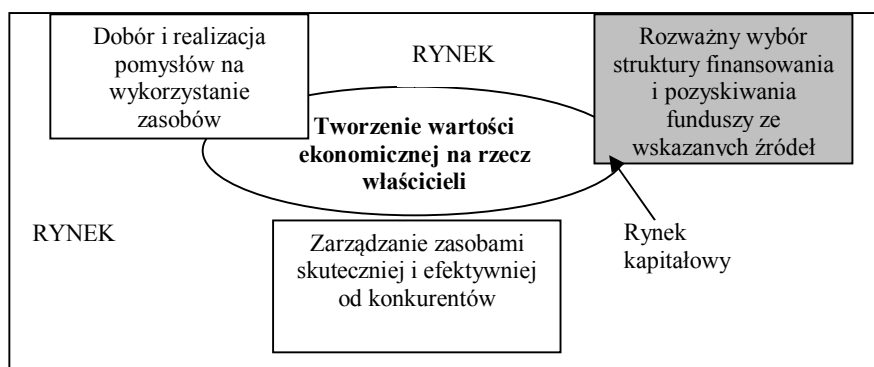
Rodzinne biznesy nie są firmami najbogatszymi. Nie oznacza to jednak, że firmy rodzinne nie są dochodowe. Kierując się nie co innymi wartościami, nie dbają tak bardzo o zysk w wymiarze finansowym. Zysk zajmuje równorzędną pozycję z innymi emocjonalnymi wartościami.

W Polsce przedsiębiorstwa rodzinne stanowią 36% sektora MSP i większość z nich (90%) ma świadomość rodzinnego charakteru. Szacuje się, że wytwarzają one co najmniej 10,4% polskiego PKB i zatrudniają około 1 miliona 300 tysięcy pracowników. Dominują wśród nich mikroprzedsiębiorstwa, z których większość znajduje się na etapie rozwoju. Średni wiek polskiej firmy rodzinnej wynosi 14 lat. Są one w większości własnością pokolenia założycieli (prawie 90%). Najwięcej z nich działa w następujących sekcjach gospodarki: hotele i restauracje, przedsiębiorstwa przemysłowe, transport i gospodarka magazynowa oraz handel hurtowy i detaliczny. Najpopularniejszą formą prawną jest działalność gospodarcza osoby fizycznej (81% podmiotów) [10, s. 17].

Jedną z cech przedsiębiorstw rodzinnych jest specyficzna struktura własności. Potrzeba kontroli własności kapitału może istotnie ograniczać możliwości finansowania podmiotu. Istotną sprawą jest również brak wykazywania w bilansie większości przedsiębiorstw rodzinnych tzw. wartości firmy (goodwill). Jej wymiar finansowy jest ustalany w momencie porównania wartości księgowej z wartością rynkową przedsiębiorstwa, ustalaną w momencie sprzedaży udziałów. Oznacza to, że w sprawozdaniu finansowym nie jest wykazana m.in.: wartość znaku firmowego, marki, które często są kluczowym wyróżnikiem przedsiębiorstwa spośród innych podobnych. Zwykle koszt kapitału zainwestowanego przez kolejne pokolenia jest znacznie mniejszy niż w przypadku pokolenia założycieli.

4. Wpływ struktury kapitałowej na ekonomiczną wartość dodaną jako miernik jakości zarządzania strukturą kapitałową firm rodzinnych

Podejmowanie trafnych wyborów ekonomicznych w każdym z obszarów decyzyjnych w przedsiębiorstwie to klucz do tworzenia wartości. Wybory te muszą być jednak świadome, przemyślane i zharmonizowane, aby zapewnić przedsiębiorstwu długotrwały sukces, a nie tylko przypadkowe, jednorazowe i ulotne zyski. Rysunek 2 przedstawia cele sprzężonych ze sobą obszarów decyzyjnych.



Rys. 2 Proces tworzenia wartości

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [11, s. 25]

Przedsiębiorstwo jest zdolne do kreowania dodatkowej wartości, jeżeli rentowność kapitału jest większa od średniego ważonego kosztu kapitału. Od średniego ważonego kosztu kapitału zależy bieżąca wartość przyszłych strumieni pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo, która wyznacza jego ekonomiczną wartość. Właściwym kryterium decyzyjnym oraz wskaźnikiem oceny wyników przedsiębiorstwa, z punktu widzenia maksymalizowania jego wartości, są tzw. mierniki wartości kreowanej: rynkowa wartość dodana (MVA) i ekonomiczna wartość dodana (EVA). Wykorzystanie wskaźników EVA i MVA oznacza nie tylko bardziej kompleksową ocenę wyników działalności przedsiębiorstwa, ale jest przede wszystkim przejawem nowego podejścia do sposobu zarządzania przedsiębiorstwem zgodnie z kryterium maksymalizacji korzyści właścicieli. Miarą zdolności przedsiębiorstwa do kreowania dodatkowej wartości jest ekonomiczna wartość dodana, zwana też dochodem rezydualnym lub dochodem ekonomicznym, liczona zgodnie ze wzorami [12]:

$$EVA = EBIT(1-T) - WACC * \text{kapitał} \quad (1)$$

lub

$$EVA = (ROI - WACC) * \text{kapitał} \quad (2)$$

gdzie:

- EVA- ekonomiczna wartość dodana,
- EBIT- zysk przed spłatą odsetek i podatku,
- T- stopa podatku dochodowego,
- WACC- średnioważony koszt kapitału,
- ROI- stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału.

Podstawą realizacji metody zarządzania przedsiębiorstwem przez wartość jest prawidłowa identyfikacja czynników, które decydują o jej kreacji.

Dekompozycja EVA pozwala na identyfikację wszystkich zmiennych, które bezpośrednio wpływają na podwyższanie bądź konsumpcję wartości. W celu identyfikacji czynników wartości ekonomicznej można wykorzystać drzewo wartości, które odzwierciedla wpływ wielkości poszczególnych czynników na wartość zysku ekonomicznego. Budowa drzewa wartości pozwala na identyfikację czynników oraz na analizę zmian wartości zysku ekonomicznego EVA w oparciu o modyfikację poszczególnych czynników.

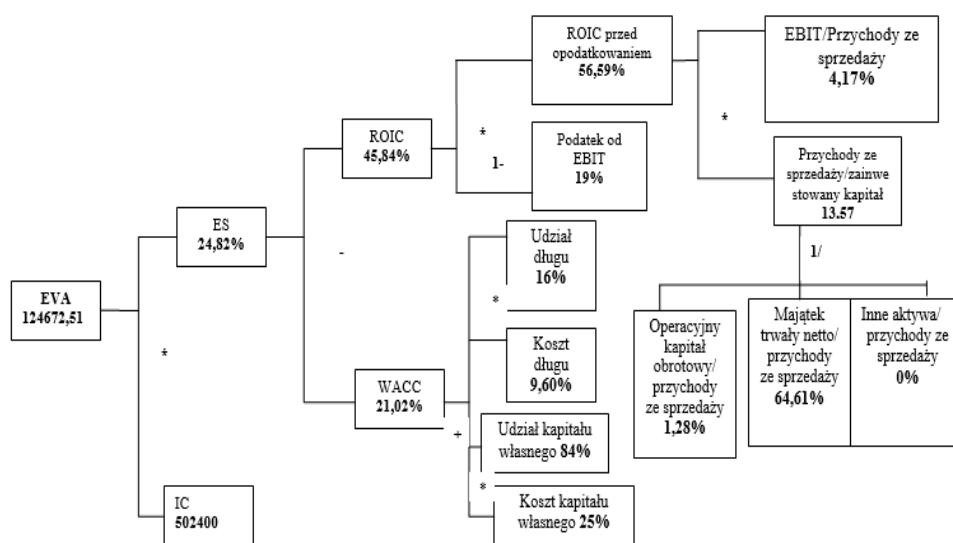
Dla ukazania przydatności drzewa wartości w kreowaniu EVA w firmie rodzinnej opracowano drzewo wartości dla firmy rodzinnej z powiatu nyskiego na podstawie danych z roku 2008.

Na podstawie danych w tabeli nr 1 zbudowano drzewo wartości, które odzwierciedla wpływ wielkości poszczególnych czynników na wartość zysku ekonomicznego ustaloną w procesie wyceny na 2008 roku (rys. 3). Dodatnia wartość EVA obrazuje, iż w 2008 r. oznacza, że firma zyskuje na wartości, ponieważ dochód ekonomiczny jest wyższy od kosztu pozyskania kapitału. Przyczyniła się do tego przede wszystkim wysoka wartość stopy zwrotu ROIC w zestawieniu ze stosunkowo wysoką wielkością średniego ważonego kosztu kapitału WACC. W badaniu przeprowadzono następnie dekompozycję stopy ROIC tak, aby możliwe było przedstawienie marży operacyjnej oraz rotacji kapitału zainwestowanego mierzącej skuteczność spółki w jego wykorzystaniu. Rozbiciu na składniki uległ również średni ważony koszt kapitału tak, aby możliwe było zobrazowanie wpływu struktury kapitałowej spółki na wielkość zysku EVA.

Tabela 1 Dane finansowe firmy rodzinnej Przedsiębiorstwo Produkcyjno-Handlowe Grześ Sp z o.o. niezbędne do stworzenia drzewa wartości (dane finansowe z roku 2008)

Dane finansowe w zł	
przychody ze sprzedaży	6816488,39
inne aktywa	0
majątek trwały netto	4404042,79
operacyjny kapitał obrotowy	87422,35
zobowiązania bieżące	728234,25
aktywa obrotowe	815656,6
zysk operacyjny	284091,11
koszt kapitału własnego	25%
koszt długu	9,60%
udział kapitału własnego	0,84
udział kapitału obcego	0,16
zysk netto	271050,02
zainwestowany kapitał	502400

Źródło: Opracowanie własne



Rys. 3. Drzewo wartości dla firmy rodzinnej Przedsiębiorstwo Produkcyjno-Handlowe Grześ Sp z o.o.

Źródło: Opracowanie własne

5. Teoria struktury kapitału uwzględniająca kolejność źródeł finansowania

Wybór źródła finansowania wiąże się z określonym wpływem na strukturę finansów przedsiębiorstwa, a co za tym idzie z wpływem na wartość przedsiębiorstwa oraz efektywność podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Kalkulacja opłacalności

angażowania określonego kapitału w finansowanie przedsiębiorstwa powinna być dokonana już w momencie przygotowania decyzji, dotyczących zamierzonego pozyskania źródeł finansowania działalności. Aby ocenić wpływ źródła finansowania na działalność przedsiębiorstwa, niezbędne jest określenie kolejności korzystania z określonego źródła kapitału.

Teoria kolejności źródeł finansowania zakłada, że przedsiębiorstwa nie mają zdefiniowanego docelowego poziomu zadłużenia, ich kryterium w finansowaniu jest preferowana kolejność pozyskiwania funduszy. Przedsiębiorstwa preferują finansowanie wewnętrzne, następnie finansowanie zewnętrzne obce, a na końcu korzystają z zewnętrznego finansowania własnego. Przedstawiając teorię wyboru źródeł finansowania, jej autor Myers porusza także zagadnienie swobody finansowania. Posiadanie swobody finansowania umożliwia dostęp do źródeł leżących wyżej w hierarchii. Daje także większe możliwości realizacji projektów inwestycyjnych. Jest ona zatem szczególnie ważna dla przedsiębiorstw dysponujących szerokim wachlarzem możliwości inwestycyjnych. Swoboda finansowania jest określana między innymi jako możliwość szybkiego dostępu do rynku instrumentów dłużnych i finansowania bankowego [13, s. 575-592]. Wydaje się iż ta teoria kształtowania struktury kapitałowej doskonale oddaje specyfikę finansowania firm rodzinnych.

W przeciwieństwie do teorii statycznego wyboru zakłada ona, że przedsiębiorstwa nie dążą do osiągnięcia docelowej struktury kapitału, lecz posiadają określoną hierarchię źródeł finansowania. W praktyce oznacza to, że korzystają ze źródła finansowania niżej usytuowanego w hierarchii dopiero wtedy, gdy nie mają możliwości korzystania już ze źródeł położonych na liście preferencji. Lista preferencji, którą kierują się przedsiębiorstwa, jest następująca:

- zysk zatrzymany,
- dług,
- papiery hybrydowe,
- emisja akcji.

Oczywiście każde przedsiębiorstwo rodzinne może uszczegółowić i uszeregować wg własnych preferencji listę preferencyjnych z ich punktu widzenia źródeł finansowania.

Według teorii kolejności wyboru finansowania przedsiębiorstwa o wyższej rentowności mają niższe wskaźniki zadłużenia. Wynika to z tego, że mają one więcej własnych środków na rozwój i nie muszą sięgać po źródła zewnętrzne [14, s. 25].

6. Proponowana metodyka dynamicznego zarządzania strukturą kapitałową przedsiębiorstwa rodzinnego

Pojęcie dynamicznego zarządzania strukturą finansów przedsiębiorstwa to proces dostosowywania struktury finansów do takiego poziomu, przy którym wartość przedsiębiorstwa oraz EVA będą najwyższe, koszt kapitału najniższy i poziom ryzyka na poziomie akceptowalnym, zgodnym z polityką i strategią przedsiębiorstwa uwzględniającą tzw. wartość emocjonalną przedsiębiorstwa rodzinnego z uwzględnieniem kolejności źródeł finansowania.

Dynamiczne zarządzanie strukturą finansów pozwoli na skuteczny monitoring sytuacji finansowej w przedsiębiorstwie oraz na maksymalizację wartości i EVA przy akceptowalnym poziomie ryzyka z uwzględnieniem tzw. wartości emocjonalnej. Z drugiej strony, dawcy kapitału obcego będą w stanie dokładniej określić zdolność kredytową przedsiębiorstwa i zredukować obawę przed utratą długu biorąc pod uwagę tradycje

rodzinne jako wskaźnik jakościowy.

Oryginalność metodyki polega na wyborze i podziale czynników na deterministyczne i stochastyczne oraz podanie sposobów ich estymacji w zależności od warunków występujących w przedsiębiorstwie z uwzględnieniem wartości emocjonalnej przedsiębiorstw rodzinnych z uwzględnieniem teorii kolejności źródeł finansowania.

Zmiana deterministycznych ograniczeń na losowe zależne od czasu stanowi bardziej naturalny sposób dopasowania stopnia złożoności zadania do zasobów informacyjnych, jakimi się dysponuje. Mówiąc o szeregach danych finansowych, należy mieć na uwadze, iż wszystkie te zmienne, które są zmiennymi losowymi, zależą od czasu, ponieważ w finansach to, co dziś jest wartością, np. w bilansie zamknięcia, jutro jest bilansem otwarcia; środki pieniężne na koniec okresu poprzedniego są środkami na początek okresu następnego.

Prawidłowym sposobem uwzględnienia ryzyka, związanego z niepewnością przyszłych przepływów pieniężnych, jest badanie ich rozkładu w zależności od różnego kształtowania się czynników wpływających na przyszłe przepływy pieniężne (a więc czynników implikowanych przez osiągnięte wyniki finansowe). Zamiast podwyższać koszt kapitału własnego w miarę wzrostu subiektywnie ocenianego ryzyka, proponuje się budowę modelu finansowego, opisanego parametrami o rozkładzie stochastycznym. Jeśli za pomocą rozkładów prawdopodobieństwa opiszemy odpowiednio dużą liczbę parametrów modelu, a następnie jej wyniki przeniesiemy do kalkulacji zdyskontowanych przepływów pieniężnych netto, otrzymamy po przeprowadzeniu odpowiednich symulacji informacje nie tylko o oczekiwanej wartości przedsiębiorstwa, ale także o prawdopodobieństwie przyjęcia odpowiednich zakresów wartości.

Budowa i wdrożenie modelu wymaga określenia i sprecyzowania czynników wpływających na strukturę kapitałową przedsiębiorstwa rodzinnego oraz ich podziału na czynniki zdeterminowane i losowe z uwzględnieniem tzw. wartości emocjonalnej, która w przypadku przedsiębiorstw rodzinnych ma znaczenie. Proponowany model zapewni dynamiczne zarządzanie strukturą kapitałową przedsiębiorstw rodzinnych, pozwalając na maksymalizację wartości firmy rodzinnej, przy akceptowalnym ryzyku z uwzględnieniem kolejności źródeł finansowania i wartości emocjonalnej.

Punktem wyjścia w dynamicznym zarządzaniu strukturą kapitałową przedsiębiorstw rodzinnych jest zidentyfikowanie etapu 0. Należy zidentyfikować najbardziej kluczowe czynniki wpływające na strukturę finansowania. Następnie należy podzielić je na: zdeterminowane, losowe i stochastyczne oraz emocjonalne. Jeżeli wielkości są zdeterminowane, możemy za pomocą dynamicznych modeli ekonometrycznych prognozować przyszłe wartości tych składników. Wielkości, które charakteryzują się losowością zależną od czasu należy zbadać: czy ich zmiany mają stały parametr zmienności czy zmienny. W zależności od wariancji (stałości bądź zmienności przyrostów zmiennej finansowej) należy zanalizować i oszacować prognozowane wartości za pomocą modeli bazujących na procesach stochastycznych heteroskedastycznych bądź homoskedastycznych.

Dynamiczne zarządzanie strukturą finansów w warunkach polskiej gospodarki niewątpliwie powinno uwzględniać zobowiązania krótkoterminowe, które w znacznej części (średnio około 80%) stanowią zadłużenie przedsiębiorstwa, na co wskazują wcześniej przeprowadzone badania. Wysoki poziom zobowiązań handlowych w finansowaniu przedsiębiorstw wiąże się z uwzględnieniem kosztu tego kapitału w WACC, a także z ryzykiem finansowym, które wzrasta proporcjonalnie do zwiększenia udziału tego strumienia finansowania. Z przeprowadzonych wcześniej badań przyrostów zobowiązań

handlowych wynika, iż ich przebieg jest losowy, zależny od czasu.

Metodyka postępowania etapu 0 dotyczy bieżącej sytuacji przedsiębiorstwa i polega na oszacowaniu struktury zadłużenia, czynników na nią wpływających oraz na obliczeniu WACC. Działania te zmierzają do obliczenia i zdiagnozowania EVA (rys. 3).

Postępowanie przy dynamicznym zarządzaniu strukturą finansów na etapie [0] wymaga przeanalizowania następujących bloków:

Blok 1. Ustalenie obecnego poziomu korzystania z obcych i własnych źródeł finansowania. Podział źródeł finansowania na własne i obce z podziałem na krótkoterminowe i długoterminowe oraz na zewnętrzne i wewnętrzne. Określenie udziału w finansowaniu majątku każdego typu źródła finansowania oraz określenie czy jest to zgodne z kolejnością źródeł finansowania.

Blok 2. Określenie parametrów związanych z każdym źródłem finansowania własnego i obcego z uwzględnieniem wpływu na wartość emocjonalną przedsiębiorstw rodzinnych.

Blok 3. Oszacowanie kosztu kapitałów wykorzystywanych w finansowaniu przedsiębiorstwa oraz ryzyka z nim związanego. Każdy rodzaj kapitału ma swoją cenę, która zmienia się w czasie wraz ze zmianami w warunkach popytu i podaży kapitału. Po obliczeniu każdego rodzaju kapitału należy obliczyć WACC i ryzyko finansowe.

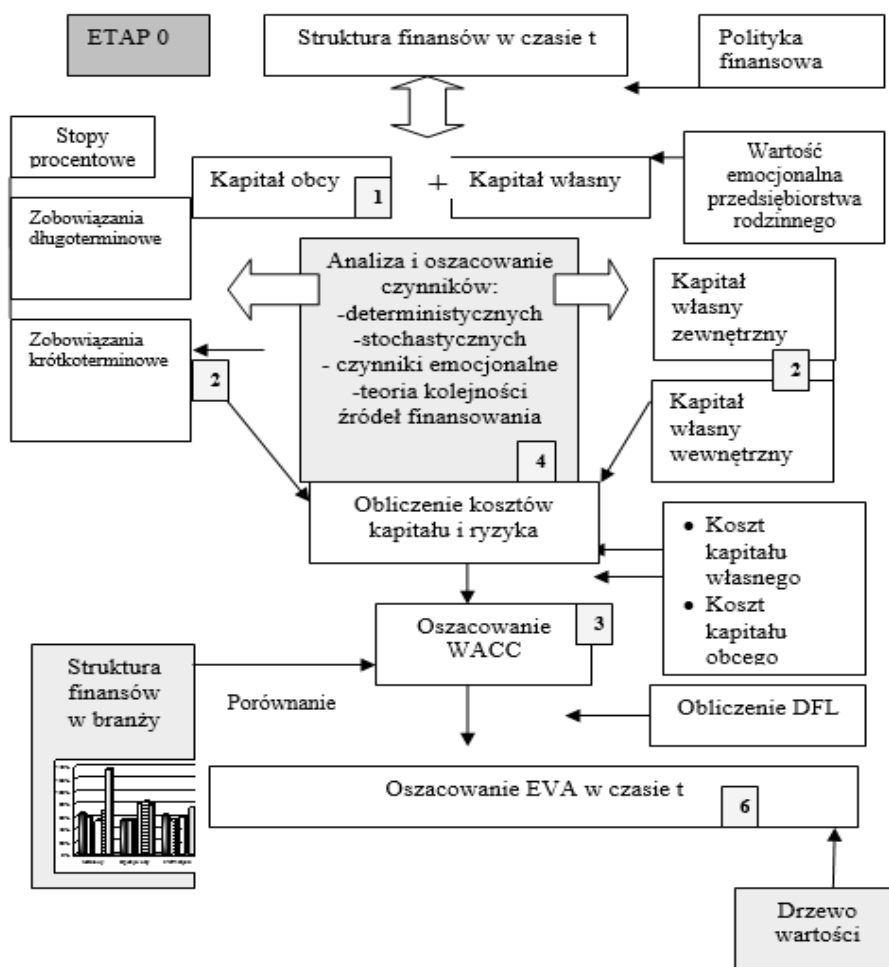
Blok 4. Oszacowanie czynników wpływających na strukturę finansów przedsiębiorstwa. Poza kosztem kapitału i ryzykiem na strukturę kapitałową wpływają również inne czynniki mikroekonomiczne i makroekonomiczne. Ustalenie kluczowych czynników wpływających na strukturę kapitałową oraz ich podział na deterministyczne i stochastyczne z uwzględnieniem czynników emocjonalnych firm rodzinnych.

Blok 5. Obliczenie DFL i porównanie WACC do branży. Korzystanie z kapitału obcego może powodować wzrost rentowności kapitału własnego, jeśli występuje dodatni efekt dźwigni finansowej. W celu zidentyfikowania wpływu zadłużenia na ROE i ROA należy obliczyć stopień dźwigni finansowej. Obliczenie DFL i WACC należy porównać z wynikami w branży, aby móc odpowiedzieć na pytanie: czy wyniki finansowe przedsiębiorstwa odbiegają zasadniczo od innych przedsiębiorstw w branży i co można ewentualnie z tego wywnioskować.

Blok 6. Oszacowanie EVA. Aby zidentyfikować czy przedsiębiorstwo jest zdolne do kreowania wartości dodatkowej, należy obliczyć EVA, oraz zbudować drzewo wartości, co pozwoli na identyfikację czynników wpływających na EVA.

Zarządzanie strukturą finansów przedsiębiorstwa powinno mieć charakter dynamiczny, tzn. pojawiająca się nowa informacja (zmiana czynników makro lub mikroekonomicznych) automatycznie powinna aktualizować budżet kapitałów. Aby przedsiębiorstwo mogło wdrożyć model dynamicznego zarządzania strukturą finansów, musi dostosować go do własnych specyficznych warunków działania.

W gospodarce napotykamy wiele różnych powodów, które powodują, że struktura finansów przedsiębiorstwa ma zasadnicze znaczenie. Ze względu na to, że prawo dotyczące kontraktów, podatki i inne zasady prawne są różne w różnych miejscach i zmieniają się z upływem czasu, szybko zorientujemy się, że nie istnieje jedna optymalna „mieszanka finansowa”, którą można zastosować do wszystkich przedsiębiorstw. Znalezienie optymalnej dla korporacji struktury finansów będzie raczej wymagało dokonywania kompromisów, które zależą będą od konkretnego środowiska prawno-podatkowego, w którym się przedsiębiorstwo znajdzie w danym czasie.



Rys. 4 Metodyka dynamicznego zarządzania strukturą kapitałową przedsiębiorstwa rodzinnego na etapie 0
 Źródło: Opracowanie własne

7. Wnioski

Firmy rodzinne w Polsce stanowią znaczący element kształtujący rozwój polskiej gospodarki, poprzez mikro, małe lub średnie przedsiębiorstwa, kreujące wartość dodaną oraz wzrost poziomu zatrudnienia. Rozwój gospodarczy zdeterminowany jest przez kondycję biznesów rodzinnych, skłonność do rozwoju oraz inwestowania. Kluczowe jest też zapewnienie narzędzi, które pozwolą monitorować na bieżąco strukturę kapitałową.

Celem nadrzędnym nad innymi celami jest maksymalizacja wartości dla właścicieli, gdyż to właśnie oni mają najsilniejszą motywację do zarządzania przedsiębiorstwem w taki sposób, aby w długim okresie wygrało ono walkę konkurencyjną z innymi przedsiębiorstwami.

Na wartość przedsiębiorstwa ma wpływ zarządzanie bardzo wieloma czynnikami. Wśród nich wymienia się strukturę kapitałową przedsiębiorstwa. Odpowiedzialne i

świadome kształtowanie struktury finansowej ma wpływ na płynność, generowane przepływy pieniężne, zyski, wartość przedsiębiorstwa. Osiągnięcie i zdolność utrzymania optymalnej struktury finansowania niesie korzyści dla właścicieli poprzez maksymalizację wartości przedsiębiorstwa.

Niepewność towarzysząca działalności gospodarczej stwarza konieczność dynamicznego spojrzenia na strukturę kapitałową przedsiębiorstw rodzinnych w zmieniających się warunkach. Ponadto, skoro celem zarządzania przedsiębiorstwem jest maksymalizacja jego wartości, to metodyka zarządzania strukturą finansów powinna określić kryteria decyzyjne umożliwiające podejmowanie decyzji kapitałowych zgodnie z przyjętym celem.

Dynamiczne zarządzanie strukturą finansów umożliwia skuteczny monitoring sytuacji finansowej w przedsiębiorstwie oraz maksymalizuje jego wartość i EVA przy akceptowalnym poziomie ryzyka.

Literatura

1. Dobbins R., Frąckowiak W., Witt S.: Praktyczne zarządzanie kapitałami firmy. Paanpol Poznań 1992.
2. Winnicka-Popczyk A.: Specyficzne problemy zarządzania finansami w przedsiębiorstwach rodzinnych – wnioski ze studiów literaturowych oraz dotychczasowych badań. Przegląd Organizacji, nr 3/2008.
3. Sułkowski Ł., Marjański A.: Firmy Rodzinne. Poltext, Warszawa 2009.
4. Stradomski M.: Finansowanie obce firm rodzinnych na rynku niedoskonałym. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010.
5. Niedbała E: Firmy rodzinne- obiekt badawczy. MBA, nr 5/2002.
6. European Commission, Enterprise and Industry Directorate-General, Promotion of SMEs competitiveness, November, 2009.
7. Pramodita S., Chrisman J., Chua, Strategic J.: Management of the Family Business. Past Reseach and Future Challenges. Fammily Business Sourcebook, 2002.
8. Ward J.L.: Keeping the Family Business Healthy. How to Plan for Continuing Growth, Profitability, and Family Leadership. Family Enterprise Publishers, Marietta 2002.
9. Carlock R.S., Ward J.L.: Strategic Planning for the Family Business. Palgrave, New York 2001.
10. Kowalewska A. (red.): Firmy rodzinne w polskiej gospodarce - szanse i wyzwania. PARP, Warszaw 2009.
11. Helfert E.: Techniki analizy finansowej. PWE, Warszawa 2004.
12. Dulinić A.: Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
13. Myers S.: The capital structure puzzle. Journal of Finance, 3/1984.
14. Sobiech J. (red.): Kapitałowa strategia przedsiębiorstwa. Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań, 2002.

Mgr inż. Maria MALINOWSKA
Przedsiębiorstwo Produkcyjno-Handlowe Grześ
Sp z o.o.
48-03 Nysa, ul. 11-go Listopada 15
tel. (0-77)4352088
e-mail: maria.malinowska@o2.pl

Dr inż. Danuta SERETNA-SALAMAJ
Instytut Finansów
PWSZ w Nysie
48-300 Nysa, ul. Armii Krajowej 7
tel./fax: (0-77) 4091155
e-mail: danuta.seretna-salamaj@pwsz.nysa.pl