

## **Zastosowanie analizy finansowej w ograniczaniu ryzyka utraty wartości przedsiębiorstwa**

### **Wstęp**

W dynamicznie rozwijającej się gospodarce rynkowej szczególnego znaczenia nabiera wzrost wartości przedsiębiorstwa, który jest oznaką jego rozwoju i stabilnej sytuacji finansowej. Wartość przedsiębiorstwa jest silnie skorelowana z korzyściami dla inwestorów, ze zdolnością do generowania gotówki zapewniającą utrzymanie jego płynności finansowej oraz wzrostu wartości rynkowej. Stąd, wartość przedsiębiorstwa i jej stałe podnoszenie stanowi najważniejszy cel zarządzania które, w tym przypadku, koncentruje się na rozwijaniu jego potencjału wytwórczego i finansowego, zdolności do przetrwania i wzrostu konkurencyjności na rynku oraz tworzeniu wartości dla inwestorów. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa wymaga skoncentrowania decyzji na obszarach i czynnikach ją generujących oraz rozpoznaniu ryzyka i podstawowych zagrożeń występujących zarówno wewnątrz przedsiębiorstwa jak i w jego otoczeniu.

Utrata wartości przedsiębiorstwa może mieć swoje źródło w obu rodzajach wymienionych czynników, przy czym, o ile możliwość oddziaływania przedsiębiorstwa na wpływ czynników zewnętrznych jest ograniczona to w przypadku czynników wewnętrznych jej zakres jest zależny od kompetencji decyzyjnej kadry kierowniczej oraz sprawności jej zarządzania. Mając do dyspozycji wyselekcjonowany potencjał informacyjny sprawozdań finansowych oraz metody i narzędzia analizy finansowej kadra kierownicza może szybko identyfikować czynniki utraty wartości przedsiębiorstwa i podejmować właściwe działania w kierunku ich wyeliminowania. Dotyczy to w szczególności takich obszarów decyzyjnych jak:

- pozyskiwania kapitału i kształtowania jego struktury,
- zachowania równowagi finansowej między zasobami majątkowymi a źródłami ich finansowania.

---

\* Dr, adiunkt, Katedra Zarządzania i Finansów, Wydział Zarządzania, Politechnika Białostocka, a.linowska@o2.pl, ul. Troczewskiego 33, 15-514 Białystok

Poprzez obliczenie wybranych wskaźników analizy finansowej i ocenę ich zmian w czasie można ustalić jak decyzje podejmowane w wymienionych obszarach wpływają na sytuację finansową przedsiębiorstwa. Celem artykułu jest wskazanie wybranych obszarów, metod i narzędzi analizy finansowej umożliwiającej wsparcie kadry kierowniczej w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Zastosowaną metodą badawczą jest metoda analizy piśmiennictwa i konstrukcji logicznej zależności wartości firmy od czynników ją kształtujących.

## **1. Wykorzystanie analizy finansowej w ocenie struktury kapitału**

Pozyskiwanie kapitału do prowadzenia działalności gospodarczej oraz kształtowanie właściwych relacji między kapitałami własnymi i obcymi jest jednym z najważniejszych elementów zarządzania wartością przedsiębiorstwa.

Decyzje dotyczące wyboru źródeł finansowania muszą być podejmowane świadomie i opierać się na racjonalnych podstawach. Dlatego też, każde podjęcie decyzji powinno być rozpatrywane wariantowo i poddane ocenie wartościującej z punktu widzenia jej wpływu na sytuację finansową i kształtowanie wartości firmy. Oceny te powinny być dokonywane w ujęciu *ex ante* czyli na etapie podejmowania decyzji i w ujęciu *ex post* czyli w końcowej ocenie ich efektywności.

Podstawowym narzędziem tych ocen jest analiza finansowa, która dysponuje wyspecjalizowanymi wskaźnikami finansowymi umożliwiającymi zbadanie efektywności decyzji finansowych i dokonanie racjonalnych wyborów. Wskaźniki te przedstawiają relacje wyrażające kształtowanie się określonych wielkości finansowych powiązanych ze sobą merytorycznie w związku przyczynowo skutkowym. Do ich ustalenia wykorzystuje się dane pochodzące ze sprawozdań finansowych przedsiębiorstw a także inne wielkości ekonomiczne jak na przykład: informacje pochodzące z otoczenia gospodarczego przedsiębiorstwa (stopy procentowe, wskaźniki wzrostu cen surowców, wskaźniki inflacji, itp.).

Kapitał może być pozyskany ze źródeł własnych oraz obcych. Podejmując decyzje w tym zakresie konieczne jest przeprowadzenie analizy w następującym zakresie przedmiotowym dotyczącej zachowania właściwych relacji między kapitałami własnymi i obcymi, czyli racjonalnego kształtowania struktury kapitału. Podejmując decyzje dotyczące

alternatywnego wyboru –kapitał własny czy kapitał obcy – należy wziąć pod uwagę cechy przypisane poszczególnym źródłom finansowania [Bielawska, 2009, s. 81]. W przypadku *kapitału własnego* dotyczy to w szczególności następujących cech: stabilności finansowania, bezterminowości jego wykorzystywania, gwarancji pokrycia strat i długu a także zabezpieczenia wierzytelności. W przypadku *kapitału obcego* do tych cech należą:

- elastyczność w finansowaniu przedsięwzięć, koszt z tytułu jego wykorzystywania, możliwość wpływu na podniesienie rentowności kapitału własnego przy dodatnim efekcie dźwigni finansowej oraz wzrost ryzyka finansowego związanego ze zwiększeniem zadłużenia,
- analizy zadłużenia przedsiębiorstwa, które ogranicza niezależność finansową przedsiębiorstwa i wymaga zachowania bezpiecznego poziomu ryzyka w celu zachowaniu płynności finansowej i utrzymania samodzielności finansowania,
- analizy kosztu kapitału i jego wpływu na kształtowanie wartości przedsiębiorstwa,
- analizy efektywności zastosowania kapitału w kształtowaniu wartości firmy.

W celu przeprowadzenia ocen w powyższym zakresie przedmiotowym analiza finansowa wykorzystuje wyspecjalizowane wskaźniki prezentujące relacje dotyczące pozyskiwania kapitału i kształtowania jego struktury oraz efektywności zastosowania w tworzeniu wartości firmy. Jako podstawowe wskaźniki opisujące strukturę kapitału najczęściej wymienia się [Micherda i inni, 2010, s. 211-214]:

1. *wskaźnik stopnia samofinansowania* ( $w_s$ ) stanowiący relację między kapitałem własnym i obcym, który oblicza się wg wzoru (1):

$$w_s = \frac{K_{wl}}{K_o} \quad (1)$$

Gdzie:  $K_{wl}$  – kapitał własny,  $K_o$  - kapitał obcy

Jego poziom powinien być wyższy lub co najmniej równy jedności, ponieważ przyjmuje się, że przewaga kapitałów własnych nad obcymi zapewnia przedsiębiorstwu nie tylko niezależność i płynność finansową, ale jest także objawem bezpiecznego zarządzania finansami przedsię-

biorstwa. Jednakże należy zauważyć, że w przypadku sprzyjających warunków do inwestowania zachowawcze zarządzanie strukturą kapitału powoduje utratę korzyści ekonomicznych, które przedsiębiorstwo mogłoby osiągnąć inwestując pozyskany kapitał obcy na rynku kapitałowym. Wówczas, konieczne jest wzięcie pod uwagę relacji między możliwymi do osiągnięcia korzyściami ekonomicznymi a poziomem ryzyka związanego z inwestowaniem.

2. *wskaźnik zadłużenia* ( $w_d$ ), który ustala się jako relację między kapitałem obcym i kapitałem własnym według wzoru ( 2):

$$w_d = \frac{K_o}{K_{wl}} \quad (2)$$

Poziom tego wskaźnika odzwierciedla zadłużenie kapitału własnego kapitałem obcym. Im niższy jego poziom tym wyższą niezależność finansową posiada jednostka. Wzrastający poziom tego wskaźnika wymaga przeanalizowania wpływu zadłużenia na sytuację finansową firmy. Dotyczy to w szczególności przeanalizowania kosztu kapitału przy określonej jego strukturze i ustalenia ewentualnych korzyści związanych ze wzrostem wartości firmy.

3. *wskaźniki oparte na kryterium własności kapitałów* odzwierciedlające strukturę kapitału jako udział kapitału własnego w kapitale całkowitym ( $W_{skI}$ ) oraz udział kapitału obcego w kapitale całkowitym ( $W_{skII}$ ) liczone wg wzorów (3) i (4):

$$W_{skI} = \frac{K_{wl}}{K_c} \quad (3)$$

Gdzie –  $K_c$  - kapitał całkowity

$$W_{skII} = \frac{K_o}{K_c} \quad (4)$$

Wskaźniki te informują o proporcjach udziału kapitału własnego i kapitału obcego w kapitale całkowitym i najczęściej są wyrażone procentowo. W interpretacji opartej na zasadzie równowagi bilansowej,

według której majątek całkowity (aktywa) = kapitałowi całkowitemu pasywa, wskaźniki te odzwierciedlają udział kapitałów własnych i obcych w finansowaniu aktywów. Rozpatrywanie struktury kapitału w tych relacjach należy powiązać z ryzykiem gospodarczym działalności wykonywanej przez przedsiębiorstwo.

Duliniec rozpatruje je w podziale na ryzyko operacyjne i ryzyko finansowe [Duliniec, 2007, s. 55-56]. Ryzyko operacyjne jest związane z dynamicznie zmieniającymi się związkami i zależnościami pomiędzy kosztami zmiennymi, przychodami, cenami, popytem i stopniem wykorzystania zdolności wytwórczej, przy uwzględnieniu określonego poziomu kosztów stałych. W przypadku, kiedy jednostka nie będzie w stanie osiągnąć takiej wielkości sprzedaży, która pokryje zarówno koszty zmienne jak i koszty stałe i nie osiągnie zysku operacyjnego może zaistnieć brak możliwości spłaty zadłużenia z tytułu wykorzystywania kapitału obcego. W celu minimalizacji ryzyka operacyjnego można zastosować analizę progów rentowności wg koncepcji „produkcja – koszty – zysk”. Bada ona zależności między kosztami, rozmiarami produkcji i zyskiem w celu ukształtowania optymalnych relacji między tymi wielkościami z punktu widzenia osiągnięcia maksymalnych korzyści finansowych przez przedsiębiorstwo [Micherda i inni, 2010, s. 153]. W tym celu poszukuje się takiej wielkości progowej produkcji zwanej progiem rentowności, której sprzedaż zapewni przedsiębiorstwu pokrycie jej kosztów całkowitych. Ryzyko operacyjne, zwane także ryzykiem działalności gospodarczej jest różne w poszczególnych branżach a także w przedsiębiorstwach tej samej branży i może zmieniać się w czasie, ponieważ zależy od wielu czynników, z których jako najważniejsze należałoby wymienić [Brigham, 1996, s.172];

- zmienność popytu,
- zmienność cen sprzedaży,
- zmienność cen czynników produkcji,
- zmienność stóp procentowych wpływających na efekt dźwigni finansowej i operacyjnej.

Ryzyko finansowe wynika z nadmiernego zadłużenia kapitałem obcym, które może spowodować trudności płatnicze i w konsekwencji brak płynności finansowej, która może doprowadzić do upadłości firmy. Według Brigham ryzyko finansowe jest dodatkowym ryzykiem wynikającym z korzystania z mechanizmu dźwigni finansowej występującej przy zadłużeniu firmy. Prowadzi ono do obniżenia wartości firmy, gdy

korzystanie z długu staje się nadmierne, dlatego udział zadłużenia firmy nie powinien przekraczać 50% [Brigham, 1996, s. 177, 184].

Dokonując interpretacji wskaźników odzwierciedlających strukturę kapitałów nie można oprzeć się na uogólnionych wzorcach, ponieważ są one zróżnicowane ze względu na zależność od specyfiki branży w której przedsiębiorstwo prowadzi działalność. Niektóre branże wymagają zaangażowania wyższego udziału aktywów trwałych, co wymaga większego bezpieczeństwa finansowania, które zapewnia kapitał własny.

Potwierdzają to bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych sklasyfikowanych wg PKD, które przytaczają różne udziały aktywów trwałych w aktywach ogółem. Przykładowo, wysoki udział aktywów trwałych w aktywach ogółem odnotowuje się w takich działalnościach jak: dostawa wody i gospodarka ściekami (82%), wytwarzanie i zaopatrzenie w energię elektryczną (78%), transport i gospodarka magazynowa (73%), górnictwo i wydobywanie (67%), natomiast niższy udział w takich rodzajach działalności jak: przetwórstwo przemysłowe (53%), handel i naprawa pojazdów samochodowych (39%), budownictwo (36%). [GUS, 2011]

Średnioważony koszt kapitału (WAAC) jest kolejnym wskaźnikiem, który powiązany z określoną strukturą kapitału wpływa na wartość przedsiębiorstwa. Do pomiaru kosztu kapitału wykorzystuje się koncepcję średnioważonego kosztu kapitału. Wyraża ona średnią wartość kosztu poszczególnych składników kapitału przedsiębiorstwa z uwzględnieniem ich udziału w kapitale całkowitym.

Oblicza się go według wzoru ( 5):

$$WACC = w_U k_U + w_E k_E + w_D r_D (1 - T) \quad (5)$$

gdzie:  $k_U$  - koszt kapitału akcyjnego uprzywilejowanego,  $w_U$  - udział kapitału akcyjnego uprzywilejowanego w strukturze kapitału,  $k_E$  - koszt kapitału akcyjnego zwykłego,  $w_E$  - udział kapitału akcyjnego zwykłego w strukturze kapitału,  $r_D$  - koszt kapitału obcego,  $w_D$  - udział kapitału obcego w strukturze kapitału,  $T$  - stawka podatku dochodowego.

Wskaźnik ten jest interpretowany w różnych podejściach. W kontekście wartości przedsiębiorstwa, Zawadzka zauważa, że „Im niższy jest średni ważony koszt kapitału tym wyższa jest wartość przedsiębiorstwa przy określonych warunkach rynkowych [Zawadzka, 2009, s. 87].

Szerszą i bardziej zróżnicowaną interpretację, wskazującą na zależności między kosztem kapitału a wartością firmy podają klasyczne teorie struktury kapitału oparte na warunkach doskonałego rynku kapitałowego a także neoklasyczne koncepcje wyboru struktury kapitału. Wśród nich występuje koncepcja D. Duranda. Według niego „... istnieje optymalna struktura kapitału przedsiębiorstwa, która maksymalizuje jego wartość. Zatem przy optymalnym poziomie wykorzystania długu, średni ważony koszt kapitału maleje, przez co rośnie wartość firmy” [Kędzior, 2011, s. 141].

Analizę wpływu struktury kapitału na zyskowność przedsiębiorstwa przeprowadza się za pomocą rachunku dźwigni finansowej, którego istotą jest określenie przyrostu zysku na jednostkę kapitału własnego. Wskaźnikiem rachunku dźwigni finansowej jest stopień dźwigni finansowej (DFL), który oblicza się według wzoru(6), [Micherda i inni, 2010, s. 115]:

$$DFL = \frac{\text{względna zmiana zysku netto na jednostkę kapitału własnego}}{\text{względna zmiana zysku operacyjnego}} \quad (6)$$

Wskaźnik ten najczęściej jest wyrażony w procentach informuje o ile procent wzrasta zysk netto przy wzroście zysku operacyjnego o 1%. Przedstawia on efekt optymalizacji struktury kapitału wskutek pozyskania kapitału obcego. Wynika to z różnicy, jaka występuje między wyższą efektywnością kapitału własnego a niższym kosztem (stopą%) pozyskania kapitału obcego. Występujący wówczas dodatni efekt dźwigni finansowej informuje o pozytywnym skutku zwiększania udziału kapitału obcego w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa.

## **2. Ocena zachowania równowagi finansowej między zasobami majątkowymi a źródłami ich finansowania**

Kolejnym ważnym problemem dotyczącym bezpiecznego kształtowania wartości przedsiębiorstwa jest utrzymywanie równowagi finansowej między zasobami majątkowymi a źródłami ich finansowania w postaci kapitałów własnych i obcych. Wykorzystanie analizy finansowej w kontroli tej równowagi ma na celu zachowanie bezpiecznego poziomu płynności finansowej oraz osiągnięcia rentowności, a więc kontroli głównych wyznaczników sytuacji finansowej przedsiębiorstwa.

W tym celu zadaniem analizy finansowej jest zbadanie relacji dotyczących:

- przestrzegania proporcji między składnikami majątku a finansującymi je kapitałami w aspekcie zachowania płynności finansowej, która jest jednym z najważniejszych celów zarządzania finansami przedsiębiorstwa;
- wpływu związków składników strukturalnych bilansu na sytuację finansową przedsiębiorstwa.

Pierwszy rodzaj relacji dotyczy zbadania powiązania składników majątkowych zróżnicowanych okresem wykorzystania w działalności przedsiębiorstwa z kapitałami je finansującymi o określonym terminie wymagalności. Występujący tu podział aktywów na długoterminowe (aktywa trwałe) i krótkoterminowe (aktywa obrotowe) powinien być odpowiednio skorelowany z podziałem kapitałów na długoterminowe i krótkoterminowe. Relacje te powiązane są z tzw. *złotą zasadą finansowania*, zgodnie z którą powinna istnieć zależność między długością okresu w jakim składniki wykorzystywane są przez jednostkę, a długością okresu na jaki został jej udostępniony kapitał. Jest ona opisana przez następujące relacje [Nowak, 2008,s.103].

*Pierwsza relacja* stanowi, że wartość aktywów trwałych zaangażowanych długoterminowo w działalności przedsiębiorstwa powinna być mniejsza od wartości kapitału o długoterminowym okresie wymagalności finansującym te aktywa.

$$\frac{\text{aktywa długoterminowe(trwałe)}}{\text{kapitał długoterminowy}} < 1 \quad (7)$$

*Druga relacja* określa, że wartość aktywów obrotowych powinna być wyższa od zobowiązań krótkoterminowych, których spłatę zabezpiecza spieniężenie aktywów obrotowych.

$$\frac{\text{aktywa krótkoterminowe (obrotowe)}}{\text{kapitał krótkoterminowy}} > 1 \quad (8)$$

Zachowanie proporcji w obu relacjach jest źródłem występowania dodatniego kapitału obrotowego, który pełni ważną rolę w finansowaniu aktywów obrotowych.

Kapitał obrotowy może być ustalany dwoma sposobami wykorzystując relacje (7) i (8). Na podstawie relacji (7) jest on ustalony jako różnica między kapitałami długoterminowymi, obejmującymi kapitał własny i kapitał obcy długoterminowy, a aktywami trwałymi. A więc, w



przypadku spełnienia pierwszej nierówności wystąpi dodatnia wartość kapitału obrotowego. Natomiast w przypadku relacji (8) kapitał obrotowy ustala się jako różnicę między aktywami obrotowymi a kapitałem krótkoterminowy. W tym przypadku także jeżeli jest spełniony warunek nierówności (8) wystąpi dodatni kapitał obrotowy. Posiadanie dodatniego kapitału obrotowego jest niezmiernie ważne dla finansowania aktywów obrotowych zaangażowanych w cyklu operacyjnym (obrotowym). Jest on zabezpieczeniem zachowania płynności finansowej, która jest definiowana jako zdolność przedsiębiorstwa do regulowania zobowiązań krótkoterminowych w terminie ich płatności [Nowak, 2008, s. 203]. Płynność finansowa przedsiębiorstwa jest związana z możliwością dysponowania środkami pieniężnymi, które może ono uzyskać z upłynnienia aktywów obrotowych zaangażowanych w cyklu operacyjnym. Można przyjąć, że cykl operacyjny rozpoczyna się wydatkowaniem środków pieniężnych na wytworzenie produktów a kończy się powrotem środków pieniężnych zainkasowanych ze sprzedaży tych produktów. Jednakże warunkiem takiego przebiegu cyklu operacyjnego jest płynne przechodzenie aktywów obrotowych z jednej fazy do drugiej, niepowodujące zbędnego zamrażania wydatkowanych środków pieniężnych w nadmiernych zapasach materiałów i surowców oraz produktów gotowych a także w przeterminowanych lub nieściągalnych należnościach. W przypadku zaistnienia takich okoliczności, które uniemożliwiają krótkoterminowe odzyskanie zamrożonych środków pieniężnych, przedsiębiorstwo poprzez dodatni kapitał obrotowy ma zabezpieczone finansowanie środków niezbędnych do prowadzenia bieżącej działalności.

W związku z tym analizując równowagę finansową między zasobami majątkowymi a kapitałami je finansującymi należy nie tylko przestrzegać odpowiednich proporcji wynikających z reguł finansowania, ale także korzystając z metod i narzędzi analizy finansowej oceniać jak podejmowane decyzje w tym zakresie wpłyną na płynność finansową przedsiębiorstwa, która jest warunkiem koniecznym dla kontynuacji jego działalności. Wskaźniki, które mogą być wykorzystane do bardziej szczegółowej analizy w tym zakresie dotyczą w szczególności:

- analizy poziomu kapitału obrotowego,
- analizy sprawności zarządzania cyklem operacyjnym,
- analizy płynności finansowej w ujęciu statycznym.

Wymienione grupy wskaźników umożliwiają bardziej szczegółową analizę przyczynowo-skutkową informując o wystarczalności kapitału obrotowego w porównaniu z wielkościami stwarzającymi zapotrzebowanie na jego wielkość, wskazują zmiany w poziomach aktywów obrotowych występujących w cyklu operacyjnym i generujących zapotrzebowanie na kapitał obrotowy a także kontrolują możliwości spłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez aktywa obrotowe.

Materiał źródłowym do ich obliczenia stanowią sprawozdania finansowe przedsiębiorstwa. Podstawową metodą wykorzystania ich do oceny wartościującej może być metoda porównań zastosowana w następującym zakresie:

- porównanie poziomu wskaźników obliczonych dla przedsiębiorstwa pomiędzy poszczególnymi latami w określonym przedziale czasowym;
- porównanie poziomu wskaźników analizowanego przedsiębiorstwa z Sektorowymi Wskaźnikami Finansowymi opracowanymi przez Komisję ds. Analizy Finansowej Rady naukowej SKwP we współpracy z Wywiadownią Gospodarczą InfoCredit zestawionymi jako wielkości średnie w układzie branżowym (dostępne lata 2002 – 2010).

Poprzez wskaźniki analizy finansowej można ocenić także wpływ powiązania struktury majątkowej i kapitałowej na sytuację finansową przedsiębiorstwa. Podstawą tej oceny jest koncepcja syntetycznego wskaźnika sytuacji finansowej (Wsf) wykorzystująca powiązania oraz zależności między podstawowymi grupami majątku i kapitałów wyodrębnionymi w bilansie. Konstrukcja wskaźnika nawiązuje do podziału majątku na majątek trwały (Mt) i majątek obrotowy (Mo) natomiast kapitałów na kapitały własne (Kwł) i kapitały obce (Ko) wykorzystując jednocześnie ich wzajemne powiązanie [Micherda i inni, 2010, s. 110-112].

Aby obliczyć wskaźnik (Wsf) należy ustalić wskaźniki cząstkowe, są to:

-- wskaźnik struktury kapitału (Sk) ustalany jako:

$$Sk = \frac{K_{wt}}{Ko} \quad (9)$$

Wskaźnik ten określa proporcje między kapitałem własnym przedsiębiorstwa a kapitałem obcym (całością zobowiązań występujących w

pasywach). Oceniając poziom tego wskaźnika należy również wziąć pod uwagę osiąganą stopę zysku, która w porównaniu ze stopą odsetkową od pożyczonego kapitału może wskazywać dodatni efekt dźwigni finansowej. Wówczas zbyt wysoki poziom struktury kapitału sygnalizuje brak wykorzystania możliwości podniesienia rentowności kapitału własnego poprzez zwiększenie udziału kapitału obcego. Natomiast malejący poziom tego wskaźnika może oznaczać wystąpienie problemów z nadmiernym zadłużeniem i jego spłatą.

- wskaźnik struktury majątku ( $S_m$ ) ustalany, jako:

$$S_m = \frac{M_t}{M_o} \quad (10)$$

Określa on proporcje między majątkiem trwałym i obrotowym. Jego wzrost może świadczyć o rozbudowie bazy przedsiębiorstwa, co powinno mu przynieść korzyści ekonomiczne w przypadku wzrostu jego produktywności.

Następnie możemy ustalić wskaźnik sytuacji finansowej ( $W_{sf}$ ), jako iloraz wskaźnika struktury kapitału i wskaźnika struktury majątku:

$$W_{sf} = \frac{S_k}{S_m} \quad (11)$$

Interpretacja tego wskaźnika wynika z analizy jego zmiany w czasie. Jego spadek sygnalizuje pogarszającą się sytuację finansową przedsiębiorstwa, natomiast jego wzrost świadczy o poprawie sytuacji finansowej.

Poza wskaźnikiem ogólnej sytuacji finansowej, istotnym narzędziem analizy w ocenie ryzyka przedsiębiorstwa są układy piramidalne wskaźników rentowności, których celem jest wskazanie głównych obszarów strategicznych generujących syntetyczny wynik przedsiębiorstwa. Obszary te poprzez wskaźniki analityczne wyrażają cele cząstkowe w realizacji celu ogólnego wyrażonego poprzez wskaźnik syntetyczny. Układy te zawierają hierarchiczne uporządkowanie wskaźników finansowych pozostających ze sobą we wzajemnych zależnościach przyczynowo - skutkowych. Przykładem takiego układu jest model analizy wskaźnikowej Du Ponta, który wskazuje na związki przyczynowo-skutkowe między rentownością kapitału własnego a rentownością majątku i strukturą kapitału.

Wskaźnikiem syntetycznym w tym modelu jest wskaźnik rentowności netto kapitału własnego (Wrkw), dla którego w związku przyczynowo-skutkowym wyodrębniono dwa wskaźniki: wskaźnik rentowności netto aktywów (Wra) oraz mnożnik kapitału własnego (Mkw). W związku przyczynowo skutkowym relacja ta przedstawia się następująco:

$$\text{Wrkw} = \text{Wra} \times \text{Mkw} \quad (12)$$

gdzie: Wrkw = wynik netto / kapitał własny; Wra = wynik netto / aktywa ogółem;

Mkw = aktywa ogółem / kapitał własny.

Dalej analizie przyczynowo-skutkowej podlega wskaźnik rentowności aktywów, który jest zaprezentowany w postaci iloczynu wskaźnika rentowności netto sprzedaży (Wrs) i wskaźnika rotacji (obrotowości) aktywów (Woa).

Zatem, wskaźnik rentowności aktywów można zapisać następująco:

$$\text{Wra} = \text{Wrs} \times \text{Woa} \quad (13)$$

gdzie: Wrs = wynik netto/przychody ogółem; Woa = przychody ogółem / aktywa ogółem

Stąd rozwiniętą formułę modelu wyodrębniającą wszystkie czynniki wpływające na rentowność kapitału własnego można zapisać następująco:

$$\text{Wrkw} = \text{Wrs} \times \text{Woa} \times \text{Mkw} \quad (14)$$

Istotą tego modelu jest to, że wskazując czynniki podnoszące efektywność gospodarowania ujmuje je w związku zależności przyczynowo-skutkowych dotyczących zarówno sfery rzeczowej jak i finansowej gospodarowania, a także zwraca uwagę na zależność między efektami a strukturą kapitału. [Micherda, 2004, s. 217-221]

Praktyczne wykorzystanie analizy finansowej do oceny wpływu struktury kapitału na sytuację finansową przedsiębiorstwa decydującą o jego wartości a także o korzyściach dla inwestorów można zaprezentować na przykładzie sprawozdań finansowych Fabryki Okien i Drzwi BAS Spółka z o.o. w Lublinie ogłoszonych w Monitorach Polskich B [Monitor Polski B, 2011].

Przykład analizy obejmuje w szczególności następujące zagadnienia:

1. ocenę wpływu zachowania równowagi finansowej między strukturą zasobów majątkowych a strukturą kapitałów stanowiących źródła ich finansowania na sytuację finansową przedsiębiorstwa,

2. przyczynowo skutkową analizę rentowności kapitału własnego prezentującą wpływ czynników na poziom korzyści inwestorów osiągniętych z rentowności zainwestowanego kapitału.

Na podstawie analizy wstępnej sprawozdań finansowych obliczono wskaźniki zaprezentowane w tabelicy 1.

**Tablica 1. Wybrane wskaźniki do analizy sytuacji finansowej Fabryki Okien i Drzwi BAS w Lublinie w latach 2008, 2009 i 2010.**

| Nazwa wskaźnika (nr wzoru)                                    | 2008  | 2009  | 2010  |
|---|-------|-------|-------|
| Udział kapitału własnego w kapitale całkowitym – WskI (3) w % | 65,33 | 51,76 | 54,22 |
| Udział kapitału obcego w kapitale całkowitym – WskII (4) w %  | 34,67 | 48,24 | 45,78 |
| Wskaźnik struktury kapitału –Sk (9)                           | 1,88  | 1,07  | 1,18  |
| Udział aktywów trwałych w aktywach ogółem w %                 | 49,96 | 59,11 | 63,31 |
| Udział aktywów obrotowych w aktywach ogółem w %               | 50,04 | 40,89 | 36,69 |
| Wskaźnik struktury majątku - Sm (10)                          | 0,99  | 1,45  | 1,73  |
| Wskaźnik sytuacji finansowej – Wsf (11)                       | 1,88  | 0,74  | 0,68  |

Źródło: obliczenia własne na podst. sprawozdań finansowych Fabryki Okien i Drzwi BAS Spółka z o.o. [Monitor Polski B, 2011].

Interpretując poziomy wskaźników sytuacji finansowej Wsf (tablica 1) należy stwierdzić stopniowe pogarszanie się sytuacji finansowej firmy. Przyczyną tego są zmiany zarówno w strukturze majątku jak i w strukturze kapitału. W przypadku zmian w strukturze majątku wzrastały z roku na rok udziały aktywów trwałych w aktywach ogółem, co zwiększało zapotrzebowanie na długoterminowe źródła finansowania. Jednocześnie w latach 2009 i 2010 w porównaniu z rokiem 2008 nastąpił spadek udziału kapitału własnego z 65,33% (rok 2008) do 51,76% (rok 2009) i 54,22% (rok 2010). Spowodowało to wzrost zadłużenia jednostki kapitałem obcym, które w roku 2008 wynosiło 0,53 zł na jednostkę kapitału własnego, natomiast w kolejnych latach wzrosło do 0,93 zł w roku 2010. Konsekwencją tego był wzrost kosztów finansowych z tytułu odsetek, w roku 2009 w porównaniu z rokiem 2008 wzrosły ponad trzykrotnie.

Zmiany jakie dokonały się w strukturze majątku i kapitałów wskazują na brak zachowania równowagi finansowej między strukturą ma-

jątku i strukturą kapitału, będącego jego źródłem finansowania co pogorszenia się sytuacji finansowej firmy, co prezentują wskaźniki Wsf zaprezentowane w tablicy 1.

Właściwa struktura finansowania majątku przedsiębiorstwa wpływa również na rentowność kapitału własnego prezentującą korzyści osiągane przez inwestorów z zainwestowanego kapitału. Wskaźniki będące podstawą do ich analizy, opisane w modelu Du Ponta, prezentuje tablica 2.

**Tablica 2. Wskaźniki do analizy rentowności kapitału własnego Fabryki Okien i Drzwi BAS w Lublinie w latach 2008, 2009 i 2010.**

| Nazwa wskaźnika (nr wzoru)                           | 2008  | 2009 | 2010 |
|--|-------|------|------|
| Wskaźnik rentowności kapitału własnego Wrkw (14) w % | 21,77 | 1,14 | 1,04 |
| Wskaźnik rentowności sprzedaży Wrs (13) w %          | 13,03 | 0,67 | 0,66 |
| Wskaźniki obrotowości aktywów Woa (13) objaśnienie   | 1,09  | 0,87 | 0,86 |
| Wskaźniki rentowności aktywów (13) w%                | 14,22 | 0,59 | 0,57 |
| Mnożnik kapitału własnego Mkw (12)                   | 1,53  | 1,93 | 1,82 |

Źródło: obliczenia własne na podst. sprawozdań finansowych Fabryki Okien i Drzwi BAS Spółka z o.o. [Monitor Polski B, 2011].

Wskaźniki rentowności kapitału własnego (tablica 2) wykazują tendencję spadkową z dwóch przyczyn. Jedną z nich jest spadek rentowności aktywów spowodowany spadkiem marży zysku i spowolnieniem rotacji majątku. Natomiast drugą przyczyną są zmiany w strukturze kapitału związane ze spadkiem udziału kapitału własnego i wzrastającym kosztem wykorzystywania kapitału obcego.

## Zakończenie

Przedstawione metody i narzędzia analizy wskazują najważniejsze możliwości jej wykorzystania przy podejmowania decyzji wpływających na kształtowania wartości przedsiębiorstwa. Odpowiednie jej wykorzystanie może przyczynić się do skutecznego ograniczania ryzyka utraty wartości przedsiębiorstwa. Jej szczególną zaletą jest to, że wykorzystuje informacje dostarczane przez sprawozdania finansowe, które są tworzone poprzez rachunkowość, a więc odznaczają się: realnością, szeroką wartością poznawczą, wiarygodnością oraz porównywalnością. Ponad-

to, analiza finansowa stanowi ważny element składowy informacji wewnętrznej przedsiębiorstwa, jest podstawą do podejmowania wielu decyzji w sposób świadomy dzięki rozpoznaniu ich rzeczywistych uwarunkowań i przewidywanego ryzyka związanego z ich podjęciem. Wyniki analizy finansowej dostarczają informacji w zakresie wpływu wyodrębnionych czynników na sytuację finansową przedsiębiorstwa, a w szczególności na jego rentowność i płynność finansową umożliwiającą kontynuację działalności.

### Literatura:

1. Bielawska A (red) (2009) , *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, W.C.H. Beck, Warszawa.
2. *Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2010 r.* (2011), GUS, Warszawa.
3. Brigham E.F. (1996), *Podstawy zarządzania finansami*, t.2, PWE, Warszawa.
4. Dulinić A. (2007), *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
5. Kędzior M. (2011), *Międzynarodowa struktura kapitału przedsiębiorstw. Ujęcie rachunkowości i finansów*, W.C.H. Beck, Warszawa.
6. Micherda B. Górka Ł. (2004), *Współczesna analiza finansowa*, KW Zakamycze, Kraków.
7. Micherda B., Górka Ł., Szulc M. (2010), *Zarządcza interpretacja sprawozdania finansowego*, Delfin, Warszawa.
8. Nowak E. (2008), *Analiza sprawozdań finansowych*, PWE, Warszawa.
9. Zawadzka D. (2009), *Struktura kapitału przedsiębiorstwa*, w: *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Bielawska A. (red), W.C.H. Beck, Warszawa.

### Streszczenie

Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa wymaga znajomości czynników ją kształtujących, rozpoznania ryzyka i zagrożeń jej utraty występujących w przedsiębiorstwie i jego otoczeniu gospodarczym. Wymaga także znajomości przewidywanych rezultatów decyzji podejmowanych w obszarach skorelowanych z kształtowaniem wartości firmy. Istota tego problemu wymaga zastosowania analizy finansowej, która dysponując odpowiednimi metodami i narzędziami, umożliwia przygotowanie niezbędnych ocen wartościujących do świadomego i odpowiedzialnego podejmowanie decyzji.

### Słowa kluczowe

analiza finansowa, wartość firmy

## **Application of financial analysis in reducing the risk of losing the value of the company (Summary)**

Company's value managing requires a set of skills. Among them are acknowledging the factors influencing the value and recognizing the risks and dangers of losing it - the ones occurring both in the company itself and its economic environment. It also necessitates the predictions of the expected results of the decisions corresponding to the field of creating the company's value. The essence of the problem requests the implementation of a financial analysis which, using adequate methods and tools, allows the preparation of essential valuations for a conscious and responsible decision making.

### **Keywords**

financial analysis, enterprise value