

Dr Andrzej Cwynar

Kierownik Zakładu Finansów

Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie

## **Stopa zwrotu z kapitału przedsiębiorstwa: wybrane zagadnienia**

### **Wprowadzenie**

W ocenie wyników działalności każdego przedsiębiorstwa szczególną rolę odgrywa jego **rentowność**, czyli zdolność do generowania zysków (dochodowość). Działalność biznesowa jest przecież podejmowana i prowadzona ze względu na jej potencjał zarobkowy. To, czy przedsiębiorstwo jest rentowne czy też nie, jest swoistym kryterium podsumowującym wszystkie działania podjęte wcześniej w jego ramach. Nie bez przyczyny na szczycie piramidy DuPonta znajduje się właśnie miernik rentowności i nie bez przyczyny jest to miernik korzyści, jakie przedsiębiorstwo przynosi swoim właścicielom (ROE). Przedsiębiorstwa działają przecież przede wszystkim po to, by to im przynosić maksymalnie wysokie (finansowe) korzyści. Ze struktury modelu DuPonta wyraźnie wynika, że rentowność właścicielskiego kapitału zainwestowanego w przedsiębiorstwo jest „zbiórczym” wynikiem, na który wpływ mają zarówno poziom zadłużenia przedsiębiorstwa, jak i jego aktywność oraz płynność.

### **Stopa zwrotu z kapitału przedsiębiorstwa w prostej definicji**

ROE reprezentuje grupę mierników opisujących rentowność zainwestowanego w przedsiębiorstwo kapitału, mających konstrukcję stopy zwrotu. Ogólnie **stopę zwrotu z kapitału** można zdefiniować jako wyrażoną procentowo relację zysku do kapitału, dzięki zainwestowaniu którego ten zysk został osiągnięty:

Wzór 1

$$\text{stopa zwrotu} = \frac{\text{zysk}}{\text{kapitał}} \times 100\%$$

Jeśli stopa zwrotu z kapitału wynosi 10%, oznacza to, że każda złotówka kapitału, który został zainwestowany, przyniosła 10 groszy zysku. Ten sposób interpretowania uzyskanego wyniku świadczy o tym, że **stopa zwrotu z kapitału jest typową stymulantą**: im wyższa wysokość tego miernika, tym lepiej (tym lepsza jest kondycja finansowa przedsiębiorstwa).

## Mierniki względnej i bezwzględnej rentowności kapitału przedsiębiorstwa

Warto pamiętać o tym, że mierzenie rentowności przedsiębiorstwa w **sposób względny** (poprzez ocenę wysokości zysku względem wielkości kapitału, który posłużył do jego osiągnięcia) ma istotne zalety w porównaniu z mierzeniem rentowności przedsiębiorstwa w **sposób bezwzględny** (poprzez ocenę samej wysokości zysku). W tym drugim przypadku porównawcza analiza wyników dwóch lub większej liczby przedsiębiorstw może być utrudniona ze względu na zniekształcenia spowodowane różną skalą działania (różną wielkością baz kapitałowych) poszczególnych przedsiębiorstw (przykład 1).

### Przykład 1

Dwa przedsiębiorstwa – A i B – osiągnęły w 2004 r. taki sam zysk: 100 mln zł. Czy to znaczy, że z punktu widzenia rentowności kapitału należy je ocenić tak samo?

Niekoniecznie. Powiedzmy, że kapitał, którym posługuje się przedsiębiorstwo A, wynosi 1 000 mln zł, podczas gdy kapitał przedsiębiorstwa B to 10 000 mln zł. Uwzględniając w ocenie ich rentowności informacje o bazach kapitałowych obu przedsiębiorstw, dochodzimy do przekonania, że bardziej efektywne jest przedsiębiorstwo A: aby osiągnąć taki sam wynik jak ono (100 mln zł), przedsiębiorstwo B musi zaangażować dziesięciokrotnie większy kapitał. Kapitał zainwestowany w przedsiębiorstwo A jest na pewno lepiej wykorzystywany. Fakt ten jest właściwie sygnalizowany przez stopy zwrotu z kapitału obydwu przedsiębiorstw: 10% w przypadku przedsiębiorstwa A i tylko 1% w przypadku przedsiębiorstwa B. Jeśli trzecie przedsiębiorstwo, C, poszukuje odpowiedniej osoby na stanowisko dyrektora finansowego i bierze pod uwagę możliwość jego „wykupienia” z innego przedsiębiorstwa, na pewno będzie się ono kierować w ocenie kandydatów miernikiem względnym (stopa zwrotu z kapitału), a nie bezwzględnym (zysk). W naszym przykładzie postawi na menedżera zarządzającego finansami przedsiębiorstwa A.

Mimo niewątpliwych zalet stopy zwrotu z kapitału, jako miernika rentowności przedsiębiorstwa, kryteria tego rodzaju mają też swoje wady. Jeżeli wynagrodzenia menedżerów zależą od wysokości stopy zwrotu z kapitału, to dążenie do maksymalizowania jej wysokości może doprowadzić do podejmowania decyzji inwestycyjnych, które nie są optymalne z punktu widzenia nadrzędnego celu działania przedsiębiorstwa. W przypadku przedsiębiorstw o wysokiej obecnie rentowności może to skutkować niedoinwestowaniem („głodzenie gwiazd”), natomiast w przypadku przedsiębiorstw o niskiej obecnie rentowności – destruktywnym z punktu widzenia wartości biznesu przeinwestowaniem („karmienie psów”).

## Struktura kapitału i stopa zwrotu z kapitału: mechanizm transmisyjny

Jeżeli stopa zwrotu z kapitału ma być głównym kryterium oceny efektywności działania przedsiębiorstwa, wówczas należy zdecydować o sposobie zdefiniowania parametrów

wyznaczających jej wysokość: zysku i kapitału. Nie bez przyczyny rozpoczęliśmy od **stopy zwrotu z kapitału własnego (ROE)**, która jest bodajże najbardziej rozpowszechnionym miernikiem rentowności kapitału. Mierzy ona, jaką część kapitału własnego przedsiębiorstwa stanowi wygenerowany zysk netto:

Wzór 2

$$\text{ROE} = \frac{\text{zysk netto}}{\text{kapitał własny}} \times 100\%$$

Takie ujęcie wydaje się być przejrzyste, ponieważ zestawia dwie kategorie dotyczące tej samej grupy interesu – właścicieli przedsiębiorstwa. Mamy tu relację zysku po zapłaceniu odsetek, a więc środków pozostających już dla właścicieli przedsiębiorstwa, oraz kapitału, który wnieśli oni do niego. Trzeba jednak pamiętać o tym, że ROE jest miernikiem, który w ramach jednej konstrukcji łączy skutki zarówno **decyzji operacyjnych** (jak kapitał został zainwestowany), jak i **decyzji dotyczących wyboru źródeł finansowania** (skąd pochodzi kapitał, który został zainwestowany). Ten z pozoru błahy fakt może mieć trudne do przecenienia konsekwencje dla przedsiębiorstwa. Rozpocznijmy ich analizę od zbadania wpływu struktury kapitału (w podziale na kapitał własny i oprocentowany kapitał obcy) na wysokość ROE.

#### Przykład 2

Obecnie przedsiębiorstwo D finansuje swoją działalność wyłącznie kapitałem własnym (10 000 mln zł). Skrócony rachunek zysków i strat tego przedsiębiorstwa (w mln zł) przedstawia tab. 1 (stopa opodatkowania zysku przedsiębiorstwa wynosi 19%).

**Tab. 1. ROE przy wyłącznym finansowaniu kapitałem własnym.**

EBIT	1 667
Odsetki	0
Zysk brutto	1 667
Podatek	317
Zysk netto	1 350
ROE	13,50%

**Źródło:** Opracowanie własne.

Rozważana jest jednak możliwość zastąpienia połowy kapitału własnego oprocentowanym (6% rocznie) kapitałem obcym (*ceteris paribus*). Skutki takiej restrukturyzacji kapitału dla rachunku zysków i strat przedsiębiorstwa D przedstawia tab. 2.

**Tab. 2. ROE przy finansowaniu zarówno kapitałem własnym, jak i oprocentowanym kapitałem obcym.**

EBIT	1 667
Odsetki	300
Zysk brutto	1 367
Podatek	260
Zysk netto	1 107
ROE	22,14%

Źródło: Opracowanie własne.

Wprowadzenie do struktury kapitału oprocentowanego długu (przy stałej wartości całkowitego kapitału równej 10 000 mln zł) spowodowało wzrost ROE z 13,50% do 22,14%. Jest to typowy **efekt dźwigni finansowej**, który działa zawsze, gdy stopa zwrotu z całkowitego kapitału jest większa od stopy kosztu kapitału obcego. Warto podkreślić fakt, że w naszym przykładzie wzrost ROE został spowodowany *wyłącznie* zmianą struktury kapitału: wystarczyło dokonać substytucji połowy kapitału własnego oprocentowanym kapitałem obcym, by w znaczący sposób poprawić rentowność kapitału własnego. Wysokość ROE może też jednak zmieniać się pod wpływem zmian operacyjnej rentowności przedsiębiorstwa (ROE zależy przecież od wysokości EBIT). Ostatecznie, jeżeli analizujemy wyniki przedsiębiorstwa z zewnątrz, nie będąc jego menedżerami odpowiedzialnymi za finanse, wówczas bez pogłębionej analizy nie jesteśmy w stanie udzielić odpowiedzi na pytanie, czy zmiana wysokości ROE to efekt zmiany operacyjnej rentowności, struktury kapitału, czy jednego i drugiego jednocześnie? Fakt ten może być istotny choćby z punktu widzenia potrzeby przypisania odpowiedzialności za określone działania.

Zastanawiające może się wydać, jak to możliwe, że rentowność kapitału własnego wzrosła, skoro na poziomie operacyjnym nic się nie zmieniło (przy obydwu strukturach kapitału EBIT jest równy 1 667 mln zł). Otóż efekt wzrostu ROE został osiągnięty dzięki **oszczędnościom podatkowym**, które rozważane w przykładzie przedsiębiorstwo zanotowało dzięki pojawieniu się odsetek od długu (które nie występowały przy wyjściowej strukturze kapitału składającej się tylko z kapitału własnego). Przy wyłącznym finansowaniu działalności kapitałem własnym podatek wyniósł 317 mln zł, podczas gdy przy zrównoważonej strukturze kapitału (5 000 mln zł/5 000 mln zł) jego wysokość spadła do 260 mln zł. Różnica (57 mln zł) nosi nazwę **odsetkowej tarczy podatkowej** (ang. *tax shield*). Ten pozytywny efekt jest osiągany dlatego, ponieważ odsetki od długu są z punktu widzenia przepisów po-

datkowych kosztem uzyskania przychodu (pomniejszając dochód przedsiębiorstwa do opodatkowania). Ostatecznym rezultatem wprowadzenia oprocentowanego długu do struktury kapitału, którego nie można pominąć w takiej analizie, jest większa niż wcześniej pula środków pozostająca po odjęciu wszystkich kosztów i obciążeń dla inwestorów. Wcześniej było to 1 350 mln zł (środki tylko dla właścicieli), teraz jest to 1 407 mln zł (1 107 mln zł to środki dla właścicieli, natomiast 300 mln zł to środki dla wierzycieli). Różnica (57 mln zł) to właśnie wartość odsetkowej tarczy podatkowej (oszczędności na podatkach). Choć zysk netto obniżył się w konsekwencji restrukturyzacji kapitału z 1 350 do 1 107 mln zł, to jednak w przeliczeniu na jednostkę kapitału (co mierzy ROE) zwiększył się.

## Ryzyko operacyjne i ryzyko finansowe

Kluczowym pytaniem, które koniecznie trzeba postawić w tym miejscu jest to, czy wprowadzenie do struktury kapitału oprocentowanego długu w naszym przykładzie spowodowało tylko ten pozytywny efekt poprawy ROE, czy też jest również druga, niekorzystna dla przedsiębiorstwa strona medalu? Niestety, konwencjonalny sposób mierzenia wyników działalności przedsiębiorstw – zakorzeniony w systemie księgowym – wychwytuje tylko jedną z konsekwencji wprowadzenia oprocentowanego długu do struktury kapitału – tę pozytywną (wzrost ROE). Jednak jest też drugi, negatywny efekt – wzrost ryzyka ponoszonego przez właścicieli przedsiębiorstwa. Jako odzwierciedlenie tego ryzyka traktuje się zmienność dochodów z zainwestowanego kapitału, co jest zresztą logiczne. Duża zmienność dochodów oznacza, że amplituda ich wahań jest znaczna, czyli sporo można zyskać, ale też sporo stracić. W sytuacji braku oprocentowanego długu w strukturze kapitału zmienność dochodów właścicieli jest mniejsza niż wtedy, gdy przedsiębiorstwo wspomaga się w finansowaniu oprocentowanym kapitałem obcym (przykład 3).

### Przykład 3<sup>1</sup>

Przyjmijmy, że spółka akcyjna E finansuje się obecnie wyłącznie kapitałem własnym o wartości 8 mln zł (400 000 akcji, każda o aktualnej rynkowej wartości 20 zł). Dla uproszczenia założymy, że stopa opodatkowania wynosi 0%. Tab. 3 przedstawia rachunek zysków i strat tej spółki w trzech scenariuszach: oczekiwanym, pesymistycznym i optymistycznym.

---

<sup>1</sup> S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999 (z modyfikacjami autora).

**Tab. 3. Ryzyko operacyjne i ryzyko finansowe: wyłączenie finansowanie kapitałem własnym.**

	scenariusz pesymistyczny	scenariusz oczekiwany	scenariusz optymistyczny
EBIT	500 000	1 000.000	1 500 000
Odsetki	0	0	0
Zysk netto	500 000	1 000.000	1 500 000
ROIC	6,25%	12,50%	18,75%
ROE	6,25%	12,50%	18,75%
EPS	1,25 zł	2,50 zł	3,75 zł

Źródło: S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999.

Zalóżmy teraz, że spółka E zastępuje połowę kapitału własnego oprocentowanym (10% rocznie) kapitałem obcym, wykupując 200 000 swych akcji. Zawartość rachunku zysków i strat w rozważanych trzech scenariuszach przedstawia tab. 4.

**Tab.4. Ryzyko operacyjne i ryzyko finansowe: oprocentowany dług w strukturze kapitału.**

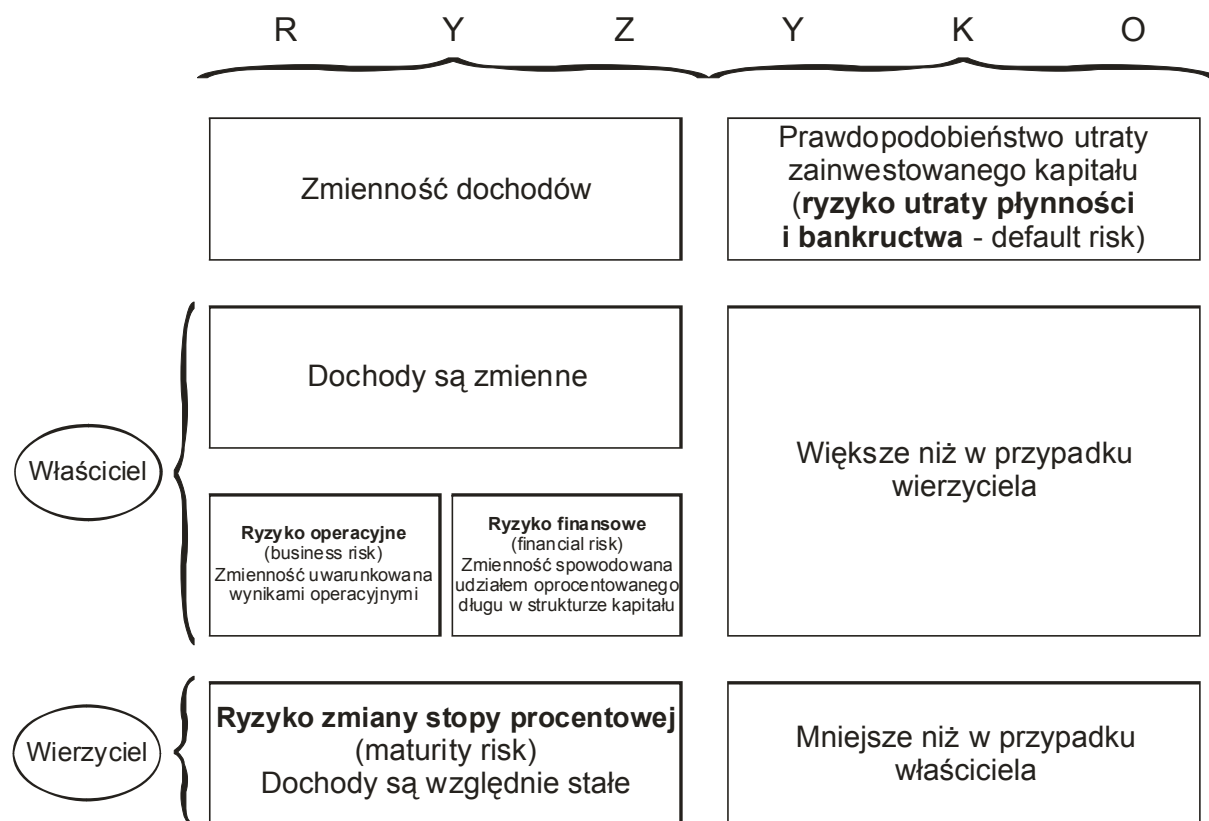
	scenariusz pesymistyczny	scenariusz oczekiwany	scenariusz optymistyczny
EBIT	500 000	1 000 000	1 500 000
Odsetki	400 000	400 000	400 000
Zysk netto	100 000	600 000	1 100 000
ROIC	6,25%	12,50%	18,75%
ROE	2,50%	15,00%	27,50%
EPS	0,50 zł	3,00 zł	5,50 zł

Źródło: S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999.

W konsekwencji wprowadzenia do struktury kapitału oprocentowanego długu nie zmieniło się operacyjne ryzyko działania przedsiębiorstwa (związane z niepewnością co do kształtowania się wyniku operacyjnego, co właściwie sygnalizują EBIT oraz ROIC – ich zmienność w obu przypadkach jest taka sama)<sup>2</sup>. Pojawiło się natomiast dodatkowe ryzyko finansowe, związane z większą niż wcześniej niepewnością co do zysków dla akcjonariuszy (mierzonych za pomocą ROE i EPS). Ich zmienność (a więc również niepewność) jest znacznie większa w drugim przypadku, który wiąże się z obecnością w strukturze kapitału oprocentowanego długu.

<sup>2</sup> ROIC to relacja opodatkowanego EBIT do całkowitego kapitału (miernik ten zostanie przedstawiony bliżej w dalszej części).

Schemat 1. Ryzyko operacyjne i ryzyko finansowe.



Źródło: Opracowanie własne.

Jakie są konsekwencje wzrostu ryzyka ponoszonego przez właścicieli przedsiębiorstwa? Aby je choćby pokrótce scharakteryzować, musimy odnieść się do pojęcia **kosztu kapitału przedsiębiorstwa**. Z księgowego punktu widzenia „dostrzegalny” jest tylko koszt kapitału obcego, który pojawia się jako odsetki w kosztach finansowych (rachunek zysków oraz strat) i za ich pośrednictwem wpływa na wysokość zysku netto. Natomiast koszt kapitału własnego przedsiębiorstwa nie pojawia się nigdzie w sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstwa. Wydaje się, że w przypadku spółki akcyjnej kosztem kapitału własnego są dywidendy. Ale czy spółka, która nie wypłaca dywidend posługuje się kapitałem akcjonariuszy za darmo? Naturalnie, że nie. Choć kosztu kapitału własnego nie znajdziemy nigdzie w sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstwa i choć nie wpływa on *bezpośrednio* na jego wynik finansowy figurujący w raporcie rocznym, kapitał własny nie jest darmowym źródłem finansowania, a znaczenie jego kosztu jest nie mniejsze niż odsetek od długu.

Aby wyjaśnić istotę kosztu kapitału własnego posłużmy się analogią. Stopa kosztu kapitału obcego (np. stopa oprocentowania kredytu zaciągniętego przez przedsiębiorstwo w banku, choć lepiej posłużyć się przykładem stopy oprocentowania obligacji wyemitowanych przez to przedsiębiorstwo) może być zinterpretowana jako stopa zwrotu, której osiągnięcia wymaga na udostępnionym przedsiębiorstwu kapitale wierzyciel. Warto zwrócić uwagę na to, że jej wysokość zależy od ryzyka związanego z działalnością przedsiębiorstwa: im większe ryzyko (*ceteris paribus*), tym większa wymagana przez wierzyciela stopa zwrotu. W ten sam sposób można zdefiniować stopę kosztu kapitału własnego: jako stopę zwrotu, której wypracowania wymaga od przedsiębiorstwa – przy danym poziomie ryzyka – jego właściciel, na kapitale, który wniósł do tego przedsiębiorstwa. Również w tym przypadku obowiązuje zasada „im większe ryzyko, tym wyższa wymagana stopa zwrotu”.

Powróćmy teraz do rozważanych wcześniej konsekwencji wprowadzenia do struktury kapitału oprocentowanego długu. Ustaliliśmy, że z jednej strony rośnie stopa zwrotu z kapitału własnego (ROE), z drugiej natomiast – wzrasta jego ryzyko, a więc staje się on droższy. Tego drugiego efektu w konwencjonalnej, zakorzenionej w systemie księgowym ocenie wyników przedsiębiorstwa jednak się nie uwzględnia. Jakie mogą być tego konsekwencje? Gdyby w przykładzie 2 założyć finansowanie działalności w 75% oprocentowanym kapitałem obcym, wówczas ROE osiągnęłaby jeszcze wyższy poziom – prawie 40%. Oczywiście należy się spodziewać, że przy tak dużej skali zadłużenia stopa oprocentowania kapitału obcego byłaby wyższa od 6%, ale nawet zakładając jej podwojenie (wzrost do 12%), wciąż osiągamy wzrost ROE (do poziomu prawie 25%) w porównaniu z sytuacją, gdzie relacja „oprocentowany dług/kapitał własny” wynosiła 1. Ryzyko finansowe byłoby również odpowiednio większe.

Pozostaje jeszcze do omówienia ważniejsze nawet zagadnienie. Zadłużając przedsiębiorstwo, jego menedżerowie biorą na siebie zobowiązanie dokonywania regularnych (względnie stałych) i terminowych płatności z tytułu zadłużenia, z niepewnych przecież zysków operacyjnych. Im bardziej są one niepewne, tym trudniej będzie sprostać temu zobowiązaniu. Dla nas ważniejsze jest to, że im większy poziom zadłużenia (mierzony udziałem długu w strukturze kapitału), tym trudniej będzie zapewnić środki na jego obsługę. Rośnie więc nie tylko ryzyko finansowe ponoszone przez właścicieli, ale także **ryzyko trudności finansowych, utraty płynności i ostatecznie bankructwa** (ang. *default risk*).



Niebezpieczeństwo polega na tym, że cały czas wielu menedżerów uważa wskaźniki ROE i EPS (zysk netto w przeliczeniu na jedną akcję) za najważniejsze kryteria brane pod uwagę przez inwestorów w ocenie przedsiębiorstwa. Historia korporacyjnego świata zna wiele przykładów, kiedy to poprzez pozytywny wpływ na wysokość wskaźników ROE i EPS, zadłużenie działało na zarządzających przedsiębiorstwami jak swoiste opium, prowadząc do ich „przelewarowania”. W dążeniu do utrzymania wzrostu ROE i EPS zadłużali oni przedsiębiorstwa poza bezpieczne granice, unikając jednocześnie emitowania nowych akcji, ponieważ – odwrotnie do długu – **nowy kapitał własny powoduje „rozwodnienie” ROE i EPS** (spadek wysokości obu mierników). Jednym z bardziej spektakularnych przykładów tego swojego uzależnienia i będącego jego bezpośrednim skutkiem upadku jest casus Enronu.

Z dotychczasowej analizy można wyciągnąć dwa zasadnicze wnioski, mogące usprawnić proces oceny finansowych wyników działalności przedsiębiorstwa. Po pierwsze, uzasadnione wydaje się odseparowanie wpływu struktury kapitału na wyniki przedsiębiorstwa od wpływu wywieranego przez czynniki o charakterze operacyjnym. Po drugie, uzasadnione wydaje się również uwzględnienie w ocenie wyników przedsiębiorstwa kosztu kapitału własnego, i szerzej – wszystkich konsekwencji rosnącego poziomu zadłużenia przedsiębiorstwa. Dalszą analizę rozpoczniemy od wniosku pierwszego.

## Stopa zwrotu z kapitału niewrażliwa na dźwignię finansową

Biorąc pod uwagę przedstawione powyżej zagrożenia związane z „nawigowaniem” za pomocą ROE, których wymieniono tylko część, proponowane są sposoby konstruowania stopy zwrotu z kapitału za pomocą innych od zysku netto i kapitału własnego parametrów. Na szczególną uwagę zasługuje tu koncepcja **stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału (ROIC – ang. Return On Invested Capital)**<sup>3</sup>. W miejsce zysku netto pojawia się tutaj zysk **NOPAT**, natomiast w miejsce kapitału własnego – całkowity kapitał zainwestowany (**IC – ang. Invested Capital**):

Wzór 3

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{IC}} \times 100\%$$

---

<sup>3</sup> W niektórych opracowaniach stosowane są zamiennie terminy RONA (ang. *Return On Net Assets*) i ROCE (ang. *Return On Capital Employed*).

Wyjaśnienia wymaga przede wszystkim pojęcie zysku NOPAT (ang. *Net Operating Profit After Taxes*). Termin ten ukuł w latach 60. XX w. profesor Joel Stern, współtwórca coraz bardziej znanej, nowojorskiej firmy konsultingowej Stern Stewart & Co. Oznacza on **zysk operacyjny netto po opodatkowaniu**. Dokonajmy interpretacji tego pojęcia, by lepiej zrozumieć, z czym mamy tu do czynienia. Po pierwsze, jest to zysk operacyjny, tzn. operacyjny w tym sensie, że wpływu na jego wysokość (tak jak na wysokość EBIT) nie ma sposób finansowania działalności przedsiębiorstwa. Po drugie, jest to zysk netto, ale w tym przypadku oznacza to zysk po wcześniejszym odjęciu (w kosztach operacyjnych) amortyzacji. Po trzecie, jest to zysk po opodatkowaniu. Chodzi tu o podatek, jaki spółka zapłaciłaby, gdyby w ogóle nie korzystała w finansowaniu z oprocentowanego kapitału obcego (czyli inaczej podatek naliczony nie w stosunku do zysku brutto, lecz zysku EBIT):

Wzór 4

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} \times (1 - T)$$

gdzie:

T – stopa opodatkowania zysku przedsiębiorstwa

Natomiast kapitał zainwestowany to suma kapitału własnego i kapitału obcego. Sprawdźmy na początek, jakie zalety ma posługiwanie się wskaźnikiem ROIC w miejsce ROE.

W sytuacji, gdy przedsiębiorstwo finansuje się wyłącznie kapitałem własnym ROIC = ROE. Po wprowadzeniu do struktury kapitału oprocentowanego długu ROE rośnie, natomiast ROIC się nie zmienia (ponieważ nie zmieniają się NOPAT oraz IC), co zostało zilustrowane w przykładzie 3. NOPAT i ROIC reagują wyłącznie na impulsy o charakterze operacyjnym, pozostając zupełnie niewrażliwe na impulsy związane ze sposobem finansowania działalności. Wymiana ROE na ROIC oraz zysku netto na NOPAT nie oznacza, że efekty dźwigni finansowej są nieistotne z punktu widzenia wyników przedsiębiorstwa, i nie powinna prowadzić do ich wyeliminowania z analizy jego osiągnięć. Faktem jest, że zadłużenie przynosi gotówkowe oszczędności na podatkach, które powinny być uwzględnione w ocenie rezultatów przedsiębiorstwa. Wszystkie efekty związane ze sposobem finansowania działalności przedsiębiorstwa zostają jednak uwzględnione nie w stopie zwrotu, rozumianej jako miernik jej rentowności, lecz w stopie zwrotu wymaganej przez inwestorów, której rolę – jak ustaliliśmy wcześniej – pełni koszt kapitału przedsiębiorstwa. Tak więc ostatecznie wszystkie konsekwencje obecności długu w strukturze kapitału zostaną należycie uwzględnione zarów-

no w ocenie rocznych wyników działalności (poprzez porównanie ROIC ze stopą kosztu kapitału), jak i w wycenie przedsiębiorstwa (gdzie stopa kosztu kapitału pełni rolę stopy dyskonta). Warunkiem jest jednak świadome posługiwanie się w ocenie biznesu nie tylko stopą zwrotu z kapitału (ROIC), ale także stopą jego kosztu, czego wiele przedsiębiorstw wciąż nie czyni.

## Test zgodności licznika i mianownika stopy zwrotu z kapitału

Przed rozpoczęciem stosowania ROIC, jako podstawowego miernika rentowności przedsiębiorstwa, warto starannie zdefiniować licznik i mianownik tego wskaźnika. Do tej pory dokonaliśmy jedynie wstępnej interpretacji pojęć NOPAT oraz IC. Wydaje się, że najlepszym sposobem zapewnienia wiarygodności tego miernika (ROIC) jest przeprowadzenie swoistego **testu zgodności** jego licznika i mianownika. A oto przykład. Zaczniemy od sprecyzowania tego, co kryje się pod pojęciem EBIT. Ponieważ struktura rachunku zysków i strat sporządzonego zgodnie z polską ustawą o rachunkowości różni się na przykład od struktury rachunku zysków i strat sporządzonego według obowiązujących w Stanach Zjednoczonych zasad GAAP, EBIT bywa różnie interpretowany. W niektórych opracowaniach można znaleźć wykładnię, zgodnie z którą jest to odpowiednik naszego wyniku na działalności operacyjnej. W innych natomiast dodaje się do tego wyniku przychody finansowe. Bez względu jednak na to, jak zdefiniujemy EBIT, konsekwencje tej decyzji, która dotyczy przecież licznika stopy zwrotu, muszą być uwzględnione również w jej mianowniku. Jeśli jako EBIT potraktujemy wynik na działalności operacyjnej, to kapitał zainwestowany nie powinien uwzględniać środków ulokowanych w aktywach, które generują przychody finansowe (bo tych nie uwzględniamy w liczniku wskaźnika). Jeśli natomiast zdefiniujemy EBIT jako sumę wyniku na działalności operacyjnej i przychodów finansowych (kosztów finansowych nie uwzględniamy, ponieważ jest to czynnik, który wiąże się z finansowaniem), wówczas w kapitale zainwestowanym powinniśmy uwzględnić również ten kapitał, który został zaangażowany w krótkoterminowe inwestycje generujące owe finansowe przychody.

## Kapitał początkowy, końcowy i średni

Na koniec warto wspomnieć także o innej praktycznej rozterce towarzyszącej szacowaniu każdej stopy zwrotu z kapitału, w tym – ROIC. Czy do jej wyliczenia powinno się wykorzystywać kapitał z początku roku, z jego końca, czy też wartość średnią? Metodologicznie najlepszym rozwiązaniem jest posłużenie się kapitałem z początku roku. Dwa pozostałe sposoby sprawiają, że zachwiany zostaje przejrzysty podział na kapitał i wypracowany dzięki niemu zysk.

#### Przykład 4

Naszym zadaniem jest oszacowanie stopy zwrotu z kapitału za 2004 r. Wiemy, że zysk wyniósł z w tym okresie 100 mln zł, natomiast kapitał w bilansie zamknięcia tego roku ma wartość 1 000 mln zł. Gdyby oszacować stopę zwrotu z wykorzystaniem wysokości kapitału z końca roku, otrzymalibyśmy 10%. Jednak z reguły część osiągniętego w okresie zysku jest zatrzymywana i reinwestowana, zasilając kapitał własny przedsiębiorstwa. W ten sposób w kapitale z końca roku pojawia się pewna część zysku tego roku i pożądana czysta relacja przyczynowo-skutkowa między inwestowanym kapitałem, a będącym efektem tej inwestycji zyskiem zostaje zaburzona. Wykorzystanie średniego kapitału (średniej arytmetycznej z jego wysokości na początku i na końcu roku) łagodzi ten niepożądany efekt, ale go nie eliminuje.

#### **Podsumowanie**

Okazuje się więc, że na pozór proste oszacowanie stopy zwrotu z kapitału przedsiębiorstwa na potrzeby monitorowania wyników jego działalności może w rzeczywistości być nie lada wyzwaniem. Przedstawione wskazówki powinny pomóc w zrozumieniu logiki, która kryje się za konstrukcją stopy zwrotu z kapitału przedsiębiorstwa i czynników warunkujących jej wysokość. Trzeba jednak pamiętać o tym, że są one zaledwie swoistym „schematem ideowym” konstruowania stopy zwrotu z kapitału przedsiębiorstwa, dobrze spełniającej swą rolę podstawowego miernika rentowności.