



Izabela Witczak

Spółeczna Akademia Nauk w Łodzi
Wydział Zamiejscowy w Ostrowie Wielkopolskim
izabelawitczak@op.pl

ROLA KAPITAŁU WŁASNEGO W KREOWANIU WARTOŚCI FIRMY NA PRZYKŁADZIE HURTOWNI FARMACEUTYCZNYCH

Streszczenie: Rozważania zawarte w opracowaniu podzielone zostały na trzy części. Pierwsza z nich jest wskazaniem na wartość jako cel działalności przedsiębiorstwa. W drugiej części wskazano na istotę kapitału własnego. Ostatnia, trzecia część to analiza kapitału własnego firm sektora farmaceutycznego w obszarze dystrybucji.

Źródłem praktycznej części opracowania były informacje pozyskane od firm sektora farmaceutycznego na podstawie wywiadów, sprawozdań finansowych oraz zasobów internetowych. Dokonując analizy, postawiono wnioski dotyczące dylematów związanych z kapitałem własnym.

Słowa kluczowe: kapitał własny, rentowność kapitału własnego, wartość firmy.

Wprowadzenie

Kapitał własny pełni szczególną rolę dla funkcjonowania każdej jednostki. Stanowi bowiem podstawę finansowania, a zarazem bezpieczeństwo prowadzonej działalności. Odpowiedni poziom kapitału własnego determinuje rozwój firmy i konkurencyjność. W trudnych dla firmy okresach stanowi swoisty amortyzator ułatwiający przetrwanie. Jest on obligatoryjny dla spółek kapitałowych, gdyż jego wniesienie oraz wysokość jest określona w Kodeksie spółek handlowych. Powinien stanowić główne źródło finansowania aktywów, przede wszystkim tych, które są trwale związane z daną firmą.

Celem opracowania jest omówienie roli kapitału własnego w kreowaniu wartości firmy na przykładzie hurtowni farmaceutycznych. Firmy, które objęto analizą w praktycznej części pracy, pozyskano do badań w wyniku zastosowania

doboru nielosowego, celowego. Było to wynikiem dobrej znajomości branży przez autorkę oraz potrzeby dobrania do próby takich jednostek, które stanowią najbardziej wartościowe źródło informacji o badanym zjawisku.

1. Wartość jako cel działalności firmy

Pojęcie „wartość firmy” w literaturze przedmiotu nie jest jednoznacznie definiowane. Można ją rozumieć jako zdolność firmy do generowania określonych dochodów w przyszłości. Wartość dla akcjonariuszy stanowi w tym przypadku różnica pomiędzy bieżącą wartością przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez firmę a wartością długu [Skoczylas (red.), 2007, s. 15].

Wartość może także oznaczać tzw. *book value*, która ustalana jest na podstawie historycznych danych zawartych w księgach rachunkowych i oznacza sumę wartości poszczególnych aktywów firmy, które są finansowane kapitałem własnym. Z kolei wartość rynkowa stanowi kwotę ustaloną przez rynek. Jest to cena, jaka mogłaby być zapłacona za daną firmę na konkurencyjnym rynku.

Jeszcze inne pojęcie wartości oznacza wartość inwestycyjną, która wyraża wartość dla danego inwestora i uwzględnia jego preferencje oraz wymagania. Jest to wartość odmienna od wartości rynkowej, która związana jest z teoretycznym inwestorem na rynku [Nita, 2007, s. 22].

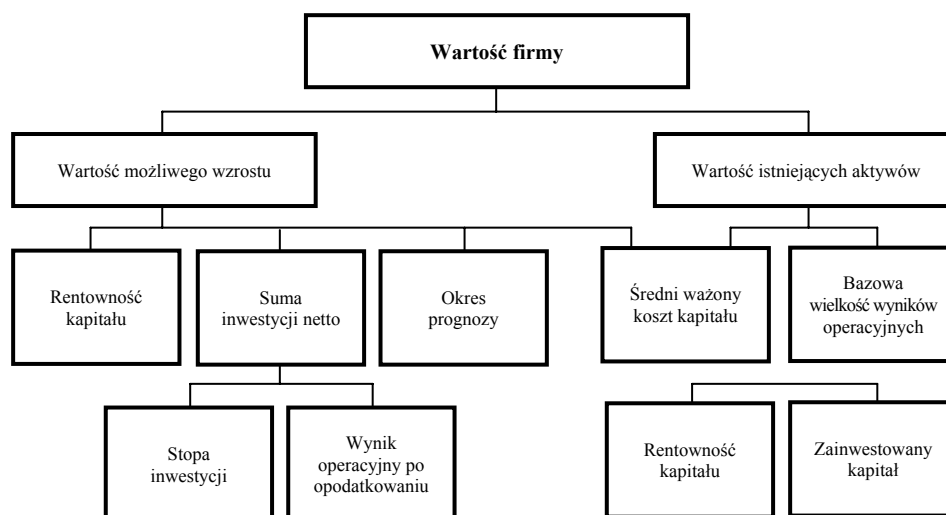
Literatura przedmiotu wskazuje na konieczność rozróżnienia dwóch terminów: kreacja wartości dla akcjonariuszy i kreacja wartości spółki. Należy bowiem rozróżnić wartość kreowaną przez inwestycję akcjonariuszy w walory spółki od wartości kreowanej przez inwestycje spółki w jej aktywa [Cwynar i Cwynar, 2007, s. 29].

Jak słusznie zauważa Skoczylas, obecnie firma uważana jest za szczególny rodzaj inwestycji. Dlatego też właściciele, inwestując swój kapitał, oczekują określonych korzyści. Istotne więc dla nich jest, aby mogli osiągnąć taką wielkość stopy zwrotu z wniesionego kapitału, która jest większa niż koszt alternatywnego zaangażowania kapitału [Skoczylas (red.), 2007, s. 15]. Wysokość stopy zwrotu z kapitału własnego uwarunkowana jest jednak strukturą źródeł finansowania, a więc tym, czy majątek firmy pokryty jest kapitałami własnymi, czy też obcymi.

Wartość firmy determinuje wiele czynników. Literatura przedmiotu prezentuje wiele modeli w tym obszarze. Najbardziej popularną wydaje się koncepcja A. Rappaporta. Czynniki kształtujące wartość zostały przez niego podzielone na makro- i mikroekonomiczne. Do pierwszej grupy zaliczył: przychody, marżę zysku operacyjnego, podatki, kapitał obrotowy, wydatki kapitałowe oraz koszt kapitału. Wśród czynników skali mikro wyróżnił m.in.: wielkość i udział w rynku,

strukturę sprzedaży, ceny detaliczne, poziom płac, efektywność podatkową, rotację zapasów, należności i zobowiązania z tytułu dostaw, koszt kapitału, koszt zadłużenia [Rappaport, 1999, s. 188].

Z kolei Copeland, Koller oraz Murrin za najistotniejsze kreatory wartości wskazali średni ważony koszt kapitału oraz rentowność kapitału (rys. 1). Na podstawie rentowności zainwestowanego kapitału oraz stopy inwestycji można oszacować wolne przepływy pieniężne oraz przyszłą wartość firmy.



Rys. 1. Czynniki określające wartość firmy

Źródło: Copeland, Koller i Murrin [1994, s. 142].

W porównaniu z założeniami dotyczącymi wyceny firmy według Rappaporta przedstawiona powyżej koncepcja ujmuje nie rentowność sprzedaży, ale rentowność zainwestowanego kapitału.

2. Istota kapitału własnego w działalności przedsiębiorstwa

W Ustawie o rachunkowości¹ nie zdefiniowano wprost terminu „kapitał własny”, ale można znaleźć informację, że pod względem wartościowym kapitał własny równa się aktywom netto. Biorąc pod uwagę, że aktywa netto zdefiniowane są w Ustawie jako aktywa jednostki pomniejszone o zobowiązania, z bilansowego punktu widzenia kapitał własny stanowi różnicę pomiędzy wartością

¹ Zwana dalej Ustawą.

wszystkich aktywów bilansu a różnorodnymi rodzajami kapitałów obcych, czyli zobowiązaniami. Oznacza to, że kapitał własny jest równy tej części aktywów bilansu, która stanowi własność firmy [Gabrusewicz, 2011, s. 601].

Zdaniem Sawickiego wielkość kapitału własnego uwarunkowana jest dwoma grupami determinant. Pierwsza z nich związana jest z jego wzrostem poprzez wniesienie przez właścicieli nowych wartości bądź jego spadkiem poprzez wyłączenie pewnej kwoty wartości, które były wniesione wcześniej. Druga z kolei dotyczy powiększania lub pomniejszania kapitału własnego poprzez nadwyżki lub niedobory, które są wynikiem prowadzonej działalności [Sawicki, 2001, s. 278]. Niewątpliwie firma powinna czynić starania dotyczące zwiększenia wartości kapitału własnego, ponieważ oznacza to wzrost wartości dla właścicieli. Taka sytuacja występuje w przypadku wzrostu aktywów lub zmniejszenia wartości zobowiązań.

Jeżeli kapitał własny pochodzi z wygosparowanego zysku netto, wówczas jest określany mianem samofinansowania. Należy zaznaczyć, że nazwy zarówno kapitału podstawowego, jak i pozostałych kapitałów są uwarunkowane formą organizacyjno-prawną jednostki.

Kapitał własny jest przede wszystkim przeznaczony na finansowanie długoterminowych aktywów finansowych. W przypadku występowania nadwyżek kapitału własnego można go wykorzystać do sfinansowania składników majątku obrotowego, który ma zapewnić ciągłość produkcji, dostaw towarów bądź materiałów [Gabrusewicz, 2011, s. 604].

Wielkość kapitału własnego ma duże znaczenie w analizie finansowej za pomocą wskaźników, w szczególności dotyczących oceny zadłużenia. Z tego też względu zwiększenie wysokości kapitału własnego powoduje zwiększenie zdolności kredytowej firmy poprzez zmniejszenie poziomu wskaźników zadłużenia [Dziawgo i Zawadzki, 2011, s. 40]. Nie posiadając wystarczającej wielkości kapitału własnego, jednostka musi uzupełnić niedobór kapitałem obcym, co skutkuje wzrostem zadłużenia. Pomimo że kapitał obcy może przynieść firmie korzyści, to jednak zwiększa również ryzyko finansowe wynikające z faktu, że koszty stałe długu mogą nie zostać pokryte z zysku operacyjnego. Kapitał obcy ogranicza także elastyczność funkcjonowania spółki, zmniejszając swobodę decyzyjną mającą miejsce w przypadku całkowitego finansowania działalności jednostki kapitałem własnym [Cwynar i Cwynar, 2007, s. 132].

Podjęcie w firmie decyzji dotyczącej struktury kapitałowej powinno być oparte na analizie kosztów użycia kapitału. Przyjmując, że koszt kapitału ogółem jest kosztem wynikającym z przyjętej przez firmę struktury pasywów, można stwierdzić, że jest to minimalna i akceptowana stopa zwrotu, jaka musi być

uzyskana przez daną firmę z poczynionych inwestycji w celu utrzymania wartości rynkowej jej akcji [Janasz, Janasz i Wiśniewska, 2007, s. 67]. Koszty kapitału własnego są związane z wypłacanymi dywidendami z zysku firmy [Ross i Westerfield, 1996, s. 467]. Z kolei koszty kapitałów obcych stanowią koszty operacji finansowych, takie jak prowizje i odsetki.

Wśród istotnych czynników, które wpływają na koszt kapitału, można wskazać na [Urbańczyk i Szczęsna, 2002, s. 752]:

- poziom rynkowych stóp kapitałowych – wyższy poziom rynkowej stopy kapitału powoduje zwiększenie wymagań inwestorów w kwestii oczekiwanej stopy zwrotu;
- poziom ryzyka – wzrost ryzyka powoduje zwiększenie oczekiwanej stopy zwrotu;
- sytuację na rynku finansowym uwarunkowaną koniunkturą rynku;
- skłonność dostawców kapitału do dostarczenia go na rynek.

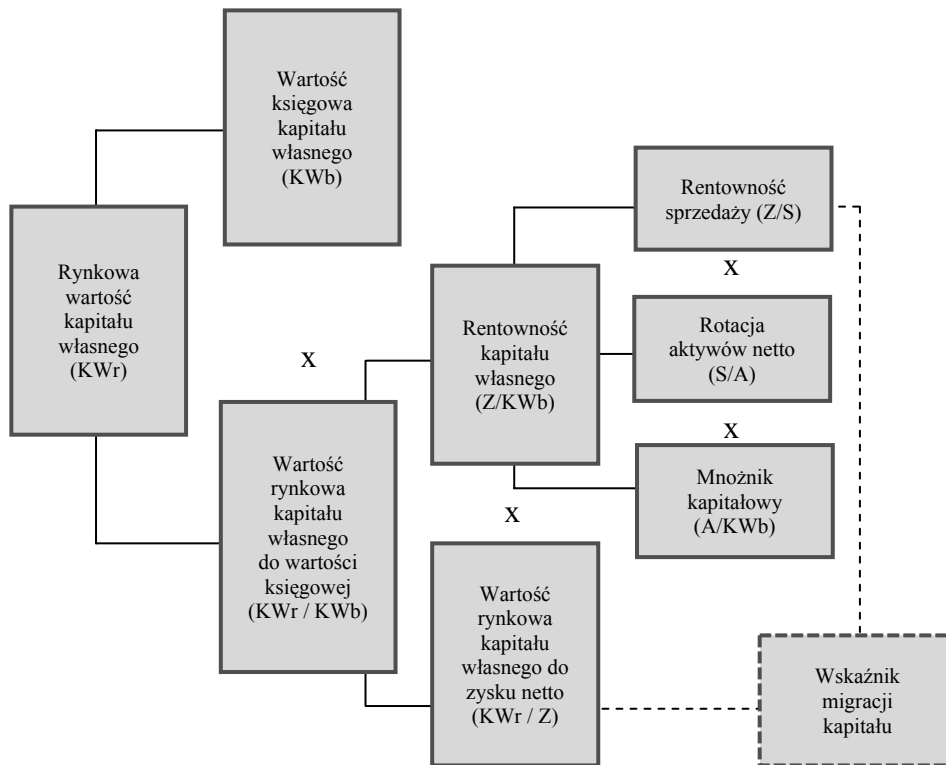
Literatura przedmiotu formułuje pewne zasady finansowania, mające zapewnić optymalną politykę jednostki. Zgodnie ze „złotą zasadą finansowania” wielkość kapitału obcego nie powinna przekroczyć 50% w kapitale całkowitym. Oznacza to, że stosunek kapitału własnego do zobowiązań ogółem powinien być większy bądź równy jedności. Zgodnie z innym wariantem tej zasady majątek trwały powinien być równy lub mniejszy od kapitału długookresowego. W rezultacie majątek obrotowy musi być równy bądź większy od kapitału krótkoterminowego, z czego wynika, że kapitał długoterminowy finansuje nie tylko majątek trwały, ale i część obrotowego [Dziawgo i Zawadzki, 2011, s. 40]. Z kolei „srebrna zasada finansowania” dopuszcza możliwość finansowania aktywów stałych przez kapitał stały.

Jeżeli aktywa stałe całkowicie pokryte są kapitałem własnym, to zachowana jest „złota reguła bilansowa”. Według niej elementy aktywów przedsiębiorstwa powinny być finansowane przez kapitał własny, ponieważ ta część majątku jest związana z firmą długoterminowo. Oznacza to, że jej cechą charakterystyczną jest niska płynność i z tego względu powinna być finansowana takimi kapitałami, które firma posiada na długi okres [Sierpińska, 2004, s. 75]. Bardziej liberalna jest „srebrna reguła bilansowa”, zgodnie z którą przynajmniej 2/3 aktywów stałych powinno być finansowane przez kapitał własny. Wyższy poziom kapitałów własnych oznacza bowiem większą niezależność finansową [Dziawgo i Zawadzki, 2011, s. 40].

Z punktu widzenia zarówno potrzeb analitycznych, jak i potencjalnych użytkowników, istotna jest struktura kapitału własnego. Niewątpliwie największe znaczenie ma wielkość kapitału podstawowego, która została wniesiona przez właścicieli. Nie bez znaczenia jest też rynkowa wartość kapitału własnego. Można ją oszacować, wykorzystując matematyczny model odzwierciedlający

czynniki kreujące wartość w płaszczyźnie finansowej (rys. 2). Wykorzystuje się go do monitorowania wartości firmy i jej oceny na tle sektora. Rynkowa wartość spółki jest kształtowana przez następujące parametry [Skoczylas (red.), 2007, s. 148]:

- rentowność działalności danej firmy, wyrażoną rentownością sprzedaży;
- efektywność stopnia wykorzystania aktywów;
- strukturę finansowania aktywów;
- cenę rynkową za jednostkę zysku spółki;
- wielkość kapitału własnego według wartości księgowej.



Rys. 2. Model rynkowej wartości kapitału własnego

Źródło: Skoczylas (red.) [2007, s. 148].

Ważną problematyką dotyczącą zarządzania kapitałem własnym jest poszukiwanie możliwości jego wzrostu. Rezultatem tego jest koncentracja na wroście produktywności kapitału własnego w korelacji z jego rentownością. Wynikiem tej korelacji powinna być następująca nierówność [Krajewski, 2001, s. 482]:

$$I \frac{S_n}{K_{wł}} < I \frac{Z_n}{K_{wł}}$$

gdzie:

I – dynamika zjawisk, będąca wynikiem porównania okresu bieżącego z ubiegłym bądź planowanego z bieżącym,

S_n – przychody ze sprzedaży,

Z_n – zysk netto.

Istotnym badaniem jest analiza stopnia wykorzystania kapitału własnego w korelacji z osiągniętymi przychodami ze sprzedaży. Należy bowiem określić, ile przychodów należy uzyskać, aby otrzymać 1 jednostkę zysku netto.

Ważne jest także określenie poziomu rentowności kapitału własnego, która jest przedmiotem zainteresowania właścicieli firmy i stanowi podstawę podejmowania decyzji dotyczących inwestowania w aktywa przedsiębiorstwa lub przeznaczenia osiągniętej dywidendy na inwestycje poza daną firmę [Krajewski, 2011, s. 482].

3. Ocena kapitału własnego w hurtowniach farmaceutycznych

Rynek farmaceutyczny uważany jest z jednej strony za jeden z najbardziej dochodowych, z drugiej natomiast – za jeden z nadzwyczaj konkurencyjnych. Niewątpliwie sektor apteczny branży farmaceutycznej przechodzi obecnie okres ożywienia. W 2014 r. rynek apteczny w Polsce osiągnął wartość 28,5 mld zł przychodów i wzrósł o 2,7% w stosunku do 2013 r. [www 1]. Oznacza to poprawę w stosunku do kryzysu z 2012 r., który nastąpił po wprowadzeniu ustawy refundacyjnej. Prawie 10-procentowy spadek przychodów był wynikiem wprowadzenia przez ustawę m.in.: stałych cen leków refundowanych, sztywnych marży, zakazu reklamy i konieczności zawierania umów między aptekami a NFZ. W wyniku tego nastąpił spadek sprzedaży leków refundowanych o 20% i o ok. 5% zmniejszyły się zyski firm farmaceutycznych.

Największą dynamikę wzrostu w 2014 r. – w stosunku do roku poprzedniego – odnotował segment leków refundowanych. Ponad 3-procentowy wzrost wartości sprzedaży w tym segmencie pozwolił na osiągnięcie przychodów w wysokości 10,5 mld zł.

Należy jednak zauważyć, że to sprzedaż odręczna, a więc produkty sprzedawane w aptekach bez recepty, stanowiła największy wartościowo segment w 2014 r. Polskie społeczeństwo wydało na te produkty aż 11,5 mld, o 2,5% więcej niż rok wcześniej.

Najmniejszym pod względem wartościowym segmentem są leki pełnopłatne na receptę. W tym obszarze zanotowano przychód na poziomie 6,3 mld obrotu i dynamikę wzrostu – 1,7% [www 1].

Wielkość segmentów i dynamika wzrostu – z punktu widzenia aptek – nie jest związana z porównywalną opłacalnością typu sprzedawanych produktów. Biorąc pod uwagę marżę aptek, najwyższy ich poziom zanotowano w przypadku sprzedaży odłącznej – średni poziom marży wyniósł 33,7%. W przypadku leków na receptę pełnopłatnych było to 29,4%, natomiast dla leków refundowanych – 18,7%.

Tak dobrej sytuacji, jak w segmencie aptecznym, nie ma niestety w segmencie hurtowym. W latach 2012-2014 poziom marży hurtowej uległ obniżeniu średnio 14% rok do roku. Rezultatem tego w 2014 r. marża na lekach refundowanych w wielkościach absolutnych wyniosła 0,97 zł. Sytuacja finansowa hurtowni farmaceutycznych funkcjonujących w Polsce uległa pogorszeniu wraz z wprowadzeniem ustawy refundacyjnej. Koszty dystrybucji kształtują się średnio na poziomie 6,64% ceny sprzedaży przeciętnego opakowania leku refundowanego. Biorąc pod uwagę wartości bezwzględne wynosi to 1,32 zł. W efekcie obniżenia marży hurtowej przychody tego segmentu obniżyły się o ok. 60 mln zł rocznie. Oznacza to, że na działalności dystrybucyjnej obejmującej leki refundowane hurtownie odnotowują i pogłębiają coroczną stratę.

Firmy te posiadają asortyment ponad 26 000 produktów, z tego 3500 to leki refundowane. Łączna wartość leków magazynowanych w hurtowniach wynosi 1,6 mld zł. Należy przy tym zaznaczyć, że niemal połowa produktów podlega restrykcyjnym ograniczeniom związanym ze sposobem dystrybucji oraz regulacjami ustalania cen [www 2].

Tabela 1. Wybrane parametry determinujące wzrost wartości hurtowni farmaceutycznej A i B² w okresie 2012-2014

Wyszczególnienie	2012		2013		2014	
	Hurtownia A	Hurtownia B	Hurtownia A	Hurtownia B	Hurtownia A	Hurtownia B
Rentowność kapitału własnego	1,95	14,31	6,78	13,35	6,20	12,41
Rentowność sprzedaży	0,05	0,76	0,15	0,80	0,13	0,83
Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego	7,82	4,19	8,98	3,44	8,82	3,28
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	89,12	80,75	90,04	77,48	88,0	76,71

Źródło: Sprawozdania finansowe firm farmaceutycznych.

² Ze względu na fakt, iż autorka nie otrzymała zgody na ujawnienie nazw firm, przyjęto oznaczenie Firma A i B.

Analizując dane przedstawione w tabeli 1 można stwierdzić, że zarówno w przypadku hurtowni A, jak i B majątek jest finansowany kapitałami obcymi w zbyt dużym stopniu (ok. 80%). Aby nie została zachwiana równowaga pomiędzy kapitałem własnym a obcym, wskaźnik ten powinien przyjmować wartości z przedziału 57-67% [Sierpińska i Jachna, 2007, s. 89]. Co istotne, w przypadku hurtowni B poziom zadłużenia w badanym okresie zmniejszył się. Może to być wynikiem zmiany zasad finansowania aptek i skrócenia terminów płatności. W przypadku płatności gotówkowej lub 7-dniowej firma stosuje dosyć duże upusty.

Rozważając wskaźnik zadłużenia kapitału własnego, należy zauważyć niewłaściwy jego poziom i brak prawidłowego zaangażowania kapitału obcego do kapitału własnego. W przypadku hurtowni A ma miejsce wzrost udziału długu w finansowaniu działalności firmy, w przypadku hurtowni B można zauważyć jego spadek.

Wskaźnik rentowności kapitału własnego zwiększył się w przypadku hurtowni A. Może to być spowodowane faktem, iż firma ta stara się utrzymać jedną z głównych pozycji na rynku, jeżeli chodzi o wygrywanie przetargów i jest konkurencyjna. Cały czas inwestuje w poszerzanie usług i nowe projekty w zakresie dystrybucji.

Zmiany rentowności sprzedaży w badanych spółkach spowodowane są wahaniami zysku i spadkiem przychodów ze sprzedaży, co było wynikiem wprowadzenia wspomnianej ustawy refundacyjnej.

Podsumowanie

Prowadzenie działalności gospodarczej nie jest możliwe bez odpowiedniego kapitału. Istotna przy tym jest jego struktura, która odpowiednio będzie kształtować nie tylko kondycję finansową firmy, ale także jej wartość. Zbyt duże obciążenie kapitałem obcym zwiększa ryzyko działalności firmy. Z kolei kapitał własny determinuje pozycję firmy i jej wartość. Jego wzrost uwarunkowany jest efektywnym zarządzaniem kapitałem obcym. Słuszne wydaje się więc, aby strategia dotycząca osiągnięcia celu w postaci zwiększenia efektywności gospodarowania uwzględniała zarówno kapitał własny, jak i obcy.

Literatura

- Copeland T., Koller T., Murrin J. (1994), *Unternehmenswert*, Campus Verlag, Frankfurt/New York.
- Cwynar A., Cwynar W. (2007), *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania, Warszawa-Rzeszów.

- Dziawgo D., Zawadzki A. (2011), *Finanse przedsiębiorstwa, Istota – Narzędzia – Zarządzanie*, SKWP, Warszawa.
- Gabrusewicz W. (red.) (2011), *Rachunkowość finansowa dla profesjonalistów*, SKWP, Warszawa.
- Janasz K., Janasz W., Wiśniewska J. (2007), *Zarządzanie kapitałem w przedsiębiorstwie*, Difin, Warszawa.
- Krajewski M. (2011), *Kierunki zarządzania kapitałem własnym w przedsiębiorstwie*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, nr 47.
- Nita B. (2007), *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE Warszawa.
- Rappaport A. (1999), *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa.
- Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D. (1996), *Corporate Finance*, R.D. Irwin, Boston.
- Sawicki K. (2001), *Rachunkowość finansowa przedsiębiorstw według znowelizowanej ustawy o rachunkowości*, cz. I, Ekspert Wydawnictwo i Doradztwo, Wrocław.
- Sierpińska M. (2004), *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, WN PWN, Warszawa.
- Skoczylas W. (red.) (2007), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa.
- Urbańczyk E., Szczęśna A. (2002), *Koszt kapitału jako element wpływający na wybór strategii kapitałowej [w:] Czas na pieniądze*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin.
- [www 1] http://www.biznes.newseria.pl/news/branza_farmaceutyczna_z,p395116719 (dostęp: 30.03.2015).
- [www 2] http://www.pwc.pl/pl_PL/pl/publikacje/assets/hurtowa-dystrybucja-lekow-refundowanych-w-polsce-analiza-2012-2014-raport-pwc.pdf (dostęp: 30.03.2015).

THE ROLE OF EQUITY IN CREATION VALUE OF AN ENTERPRISE BASED ON PHARMACEUTICAL WHOLSALERS

Summary: The purpose of this article is focused on the role of equity in creation value of an enterprise based on pharmaceutical wholesalers. There was used the information given by Polish companies though interview and taken from internet.

The author was concentrated on such aspects as value of an enterprise and the factors influencing equity. Financial issues, discussed in the theoretical part of the article, were expressed practically based on pharmaceutical companies.

Keywords: equity, return of equity, value of an enterprise.