

PRACE NAUKOWE
Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
RESEARCH PAPERS
of Wrocław University of Economics

252

Instrumenty zarządzania kosztami i dokonaniem

Redaktorzy naukowi
Edward Nowak
Maria Nieplowicz



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Recenzenci: Jolanta Chluska, Ksenia Czubakowska, Mieczysław Dobija, Wojciech Fliegner,
Wiktor Krawczyk, Dorota Kuchta, Henryk Ronek, Elżbieta Skrzypek

Redaktorzy Wydawnictwa: Agnieszka Flasińska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Małgorzata Czupryńska, Beata Mazur

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna na stronie www.ibuk.pl

Streszczenia opublikowanych artykułów są dostępne w międzynarodowej bazie danych
The Central European Journal of Social Sciences and Humanities <http://cejsh.icm.edu.pl>
oraz w The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,
a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon [http://kangur.uek.krakow.pl/
bazy_ae/bazekon/nowy/index.php](http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php)

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się
na stronie internetowej Wydawnictwa
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-245-1

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	9
Jacek Barbarski , Rola czynnika ludzkiego w rozwoju sektora bankowego w Polsce	11
Agnieszka Bieńkowska, Zygmunt Kral, Anna Zablocka-Kluczka , Strategiczna karta wyników jako narzędzie realizacji idei zrównoważonego rozwoju organizacji	26
Leszek Borowiec , Koncepcja kosztu netto usług komunalnych w Polsce.....	42
Halina Buk , Kreowanie wyniku finansowego ze sprzedaży długoterminowych usług budowlanych	54
Magdalena Chmielowiec-Lewczuk , Kalkulacja kosztów ubezpieczeń dla przedsiębiorstw na potrzeby rachunków decyzyjnych.....	66
Małgorzata Cieciora, Hanna Ewa Czaja-Cieszyńska , Konstrukcja systematycznego rachunku kosztów logistyki w kontekście tworzenia wartości przedsiębiorstwa.....	76
Alina Dyduch , Budżetowanie kosztów w Państwowym Gospodarstwie Leśnym Lasy Państwowe	88
Joanna Dynowska , Metody racjonalizacji kosztów w ośrodkach odpowiedzialności w przedsiębiorstwach województwa warmińsko-mazurskiego	104
Waldemar Piotr Gil , Dylemat koncepcji kosztu kapitału własnego	115
Renata Gmińska , Rachunek kosztów logistyki jako narzędzie zarządzania kosztami	126
Joanna Habelman , Pomiar i ocena dokonań w Zarządzie Morskich Portów Szczecin i Świnoujście S.A.	136
Arkadiusz Januszewski, Justyna Śpiewak , Identyfikacja zasobów i rachunek kosztów zasobów w koncepcji rachunku kosztów działań na przykładzie przedsiębiorstwa produkcyjnego	149
Arkadiusz Januszewski, Justyna Śpiewak , Identyfikacja procesów i rozliczenie kosztów w koncepcji rachunku kosztów działań na przykładzie przedsiębiorstwa produkcyjnego	163
Elżbieta Jaworska , Społeczna odpowiedzialności przedsiębiorstw jako źródło szans i przewagi konkurencyjnej	180
Marcin Kaczmarek , Aspekty wdrożeniowe zarządzania przez zadania w Policji.....	193
Ilona Kędzierska-Bujak , Możliwość połączenia kompleksowej karty wyników i zarządzania przez otwarte księgi – wybrane zagadnienia	213
Konrad Kochański , Nowoczesne koncepcje rachunku kosztów i ich przydatność w podejmowaniu decyzji w obszarze logistyki przedsiębiorstwa.....	223

Marcin Kowalewski , Mapy strategii w procesie implementacji w przedsiębiorstwie systemu pomiaru dokonań	237
Michał Jerzy Kowalski, Marcin Krzysztof Świdorski , Wpływ wzrostu sprzedaży na wartość przedsiębiorstwa	248
Jarosław Kujawski , Przychody i marża w rozszerzonym <i>Earned Value Management</i>	263
Grzegorz Lew , „Zrównoważony” rachunek kosztów	280
Agnieszka Lew , Zarządca walory tradycyjnego rachunku kosztów	290
Sebastian Lotz , Target costing w zarządzaniu kosztami w branży motoryzacyjnej .	300
Monika Łada , Analiza rentowności strumieni wartości	312
Anna Łapińska , Specyfika rachunku kosztów w rolnictwie	324
Jarosław Mielcarek , Zarządzanie wynikami za pomocą optymalizacji wielkości serii produkcyjnej	334
Daria Moskwa-Bęczkowska , Zarządzanie kosztami w publicznych szkołach wyższych jako instrument poprawy ich efektywności	349
Przemysław Mućko , Studium przypadku zastosowania rachunku kosztów działań w policji angielskiej	365
Bożena Nadolna , Metody badawcze rachunkowości zarządczej a ich podstawy filozoficzne	377
Agnieszka Nóżka , Rachunek kosztów w instytucie badawczym jako instrument kontroli i oceny ośrodków odpowiedzialności	393
Andrzej Parzonko , Koszty normatywne jako ważny instrument wspomagający zarządzanie gospodarstwem mlecznym – rozwiązania KTBL	403
Michał Pietrzak , <i>Balanced scorecard</i> a kreowanie wartości z zasobów ludzkich poprzez zaangażowanie pracowników	415
Michał Poszwa , Identyfikacja i wycena przychodów z nieodpłatnych świadczeń	432
Sabina Rokita , Wykorzystanie wybranych narzędzi rachunku kosztów w ocenie <i>ex ante</i> i <i>ex post</i> opłacalności innowacji produktowych	440
Anna Stronczek , Kontrola zarządcza w znowelizowanej ustawie o finansach publicznych	448
Piotr Szczypa , Koszty jakości procesów logistycznych przedsiębiorstwa	458
Alfred Szydelko , Wpływ procesów integracyjnych rachunku kosztów zmiennych na jakość informacji kosztowych	467
Lukasz Szydelko , Wykorzystanie informacji z rachunku kosztów docelowych w zarządzaniu ośrodkami odpowiedzialności za koszty	478
Piotr Urbanek , Rachunkowość odpowiedzialności. Teoria a praktyka biznesowa	489
Małgorzata Wasilewska , Wycena przedsięwzięcia inwestycyjnego „Pole Stefanów” kopalni Bogdanka SA z wykorzystaniem opcji realnych	502
Elżbieta Wawrzyniak , Niewykorzystana zdolność produkcyjna a analiza punktu progu rentowności w szpitalu	520
Edward Wiszniewski , Koncepcja skorygowanej ceny nabycia i jej wpływ na pozycje sumy bilansowej	531

Paweł Wroński , Wstępna analiza wyników inwestycyjnych wybranych otwartych funduszy emerytalnych.....	545
Adam Zawadzki , Rachunek ekonomiczny w outsourcingu.....	560

Summaries

Jacek Barbarski , The role of human factor in the development of banking sector in Poland.....	25
Agnieszka Bieńkowska, Zygmunt Kral, Anna Zabłocka-Kluczka , Balanced scorecard as a tool for implementing sustainable development idea to an organization.....	41
Leszek Borowiec , The concept of net cost of municipal services in Poland.....	53
Halina Buk , Creation of financial result from the long-time construction contract sales.....	65
Magdalena Chmielowiec-Lewczuk , Cost calculation of business insurance in decision accounts.....	75
Małgorzata Cieciora, Hanna Ewa Czaja-Cieszyńska , The construction of conventional cost accounting in logistics in the context of generating the company value.....	87
Alina Dyduch , Cost budgeting in the State Forests National Forest Holding.....	103
Joanna Dynowska , Methods of cost rationalization in responsibility centers in the enterprises in Warmia and Mazury voivodeship.....	114
Waldemar Piotr Gil , Dilemma of the concept of the cost of equity capital.....	125
Renata Gmińska , Logistics costing as a tool of cost management.....	135
Joanna Habelman , Measurement and evaluation of achievements of Szczecin and Świnoujście Seaports Authority.....	148
Arkadiusz Januszewski, Justyna Śpiewak , Identification of resources and resources consumption accounting in the activity-based costing concept on the example of a large manufacturing company.....	162
Arkadiusz Januszewski, Justyna Śpiewak , Identification of processes and cost accounting in the activity-based costing concept on the example of a large manufacturing company.....	179
Elżbieta Jaworska , Corporate social responsibility as a source of opportunities and competitive advantage.....	192
Marcin Kaczmarek , Aspects of implementing performance management in the Police.....	212
Iłona Kędzierska-Bujak , Possibility of combining the total performance scorecard and open book management – selected problems.....	222
Konrad Kocharński , Modern costing concepts and their usefulness in taking decisions in the area of logistics.....	236
Marcin Kowalewski , Strategy maps in performance measurement system.....	247
Michał Jerzy Kowalski, Marcin Krzysztof Świdorski , The influence of sales growth rate on business valuation.....	262

Jarosław Kujawski , Revenue and margin in extended earned value management	279
Grzegorz Lew , „Balanced” cost accounting	289
Agnieszka Lew , Managing values of traditional bill of costs	299
Sebastian Lotz , Target costing in automotive industry costs management processes	311
Monika Łada , Value streams profitability analysis	323
Anna Łapińska , Specificity of cost accounting in agriculture	333
Jarosław Mielcarek , Performance management with optimum batch size	348
Daria Moskwa-Bęczkowska , Costs management in public higher education institutes as a tool of their efficiency improvement	364
Przemysław Mućko , Case study of activity based costing implementation in English police forces	376
Bożena Nadolna , Management accounting research methods and their philosophical foundations	392
Agnieszka Nózka , Cost accounting in research institute as a control and evaluation tool of responsibility centers	402
Andrzej Parzonko , Normative costs as an important instrument to assist dairy farm management – KTBL solutions	414
Michał Pietrzak , Balanced Scorecard and value creation from human resources through employees’ engagement	431
Michał Poszwa , Identification and measurement of free of charge benefits revenue	439
Sabina Rokita , Using selected instruments of cost accounting in ex ante and ex post assessment of profitability of product innovations	447
Anna Stroncsek , Management control of the new public finance act	457
Piotr Szczypa , Quality costs of corporation’s logistic processes	466
Alfred Szydelko , The effect of direct costing integration processes for the quality of cost information	477
Łukasz Szydelko , Using of information from target costing in cost responsibility centers management	488
Piotr Urbanek , Responsibility accounting. business theory and practice	501
Małgorzata Wasilewska , Real Options Valuation of “Pole Stefanów” investment project by Bogdanka joint stock company	519
Elżbieta Wawrzyniak , Unused capacity and the analysis of hospital break-even point	530
Edward Wiszniowski , The concept of amortized cost and its impact on balance sheet items of the sum of input	544
Paweł Wroński , Preliminary analysis of selected investment open pension funds	559
Adam Zawadzki , Outsourcing cost-effectiveness evaluation	571

Waldemar Piotr Gil

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

DYLEMAT KONCEPCJI KOSZTU KAPITAŁU WŁASNEGO

Streszczenie: Niniejsza praca stanowi próbę wyartykułowania problematyki kosztu kapitału własnego. Autor, poczynsz od jego koncepcji w świetle prawa bilansowego, poprzez koncepcję w świetle analizy finansowej, po analityczny a bilansowy dysonans idei kosztu kapitału własnego, wskazuje przesłanki wyrażające potrzebę udoskonalenia współczesnej teorii tego kosztu w dziedzinie nauk ekonomicznych.

Słowa kluczowe: kapitał własny, kapitał podstawowy, koszt kapitału własnego.

1. Wstęp

Finansowanie majątku wymaga optymalizacji struktury kapitału przedsiębiorstwa. Struktura ta bowiem warunkuje maksymalizację efektywności działania tegoż przedsiębiorstwa. Uznaje się przy tym, że wzrost zadłużenia ma sens jedynie wówczas, gdy wzrasta rentowność (zwłaszcza zyskowość) majątku własnego. Trzeba mieć ponadto świadomość, że pozyskiwanie kapitału (własnego i obcego) wiąże się z ponoszeniem kosztów. Koszt jest jednak różnie postrzegany, rozumiany i definiowany.

Celem pracy jest wobec tego wyartykułowanie problematyki i pobudzenie do dyskusji na temat koncepcji kosztu kapitału własnego. Jest to o tyle istotne, że w zależności od ekonomicznego podejścia do kapitału, uzyskuje się odmienne informacje finansowe. Wykorzystując zatem metodę dedukcyjną, autor osiąga ten cel zasadniczo w czterech etapach, tj. rozważając koncepcję kosztu kapitału własnego w świetle prawa bilansowego, koncepcję kosztu w świetle analizy finansowej przedsiębiorstwa, analityczny a bilansowy dysonans koncepcji kosztu kapitału własnego i na koniec formułując wnioski.

2. Koncepcja kosztu kapitału własnego w świetle prawa bilansowego

Koszt jest kategorią ekonomiczną postrzeganą zarówno przez legislację (prawo bilansowe, podatkowe), jak i przez standaryzację sprawozdawczości finansowej. Noś-

nikami informacji okresu sprawozdawczego są roczne, śródroczne i kwartalne sprawozdania finansowe przygotowane co do zasady w ramach ustawy o rachunkowości lub standardów międzynarodowych.

Krajowe prawo bilansowe – jako nadrzędny normatyw prawny – nie definiuje jednak wprost, co należałoby rozumieć przez pojęcie kosztu kapitału własnego. Nakreśla jedynie niezależne spojrzenie na koszt i kapitał własny. Koszt definiuje jako „uprawdopodobnione zmniejszenia w okresie sprawozdawczym korzyści ekonomicznych, o wiarygodnie określonej wartości, w formie zmniejszenia wartości aktywów, albo zwiększenia wartości zobowiązań i rezerw, które doprowadzą do zmniejszenia kapitału własnego lub zwiększenia jego niedoboru w inny sposób niż wycofanie środków przez udziałowców lub właścicieli” [Ustawa z dnia 29 września 1994..., art. 3]. Kapitału własnego nie definiuje natomiast bezpośrednio, a wyznacza jedynie jego zakres informacyjny. Zdaniem autora takie stanowisko ustawodawcy jest wszelako wątpliwe. Konsekwencją tego stanowiska jest to, że prawo bilansowe charakteryzuje kapitał własny wyłącznie jako sumę podgrup bilansowych: kapitał (fundusz) podstawowy, należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna), udziały (akcje) własne (wielkość ujemna), kapitał (fundusz) zapasowy, kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny, pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe, zysk (strata) z lat ubiegłych, zysk (strata) netto, odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna) [Ustawa z dnia 29 września 1994..., zał. 1].

W kontekście identyfikowanych bilansowo pojęć powstaje wobec tego pytanie: jak należałoby rozumieć koszt kapitału własnego w świetle prawa bilansowego? Czy brak jednoznacznego zdefiniowania kosztu kapitału własnego oznacza jego nieistnienie? Skoro koszt jest uprawdopodobnionym zmniejszeniem korzyści ekonomicznych, prowadzącym do zmniejszenia kapitału własnego, to – zakładając istnienie kosztu kapitału własnego w znaczeniu bilansowym – powstaje również pytanie: czy rzeczywiście występuje prosta zależność stanowiąca, że wraz ze wzrostem kosztu (kapitału własnego) maleje wartość tego kapitału? Trzeba mieć na uwadze to, że w duchu ustawy o rachunkowości koszt wyrażany jest wartościowo – czyli wyceniany, i dlatego można mówić przypuszczalnie właśnie o wartościowej zmianie kapitału własnego.

Trudno jednak, według reguł polskiego prawa bilansowego, wyznaczyć koszt kapitału własnego (nawet podstawowego). Mimo zapewnień, iż w kwestiach nieuregulowanych pomocne mają być zarówno międzynarodowe, jak i krajowe standardy sprawozdawczości finansowej, to niemożliwe okazuje się również w kontekście tych uregulowań uzyskanie istotnych informacji w tym zakresie¹.

¹ Istotność oznacza tu siłę wpływu na decyzję.

3. Koncepcja kosztu kapitału własnego w świetle analizy finansowej przedsiębiorstwa

Mimo braku jasnego zdefiniowania kosztu kapitału własnego w znaczeniu formalnoprawnym pomocne okazuje się podejście analityczne. Zarówno analiza finansowa, jak i zarządzanie finansami identyfikują wprost koszt kapitału własnego – ale czy poprawnie? W ujęciu klasycznym mówi się bowiem, że „koszt kapitału własnego stanowi stopę zwrotu, jakiej udziałowcy wymagają ze swej inwestycji w spółkę” [Pomykałska, Pomykałski 2007, s. 274]. Mówi się także, iż „kapitał własny może składać się z dwu części: kapitału uprzywilejowanego oraz kapitału zwykłego” [Czekaj, Dresler 2006, s. 80]. A. Rutkowski wskazuje przykładowo bezpośrednio na koszt kapitału własnego uprzywilejowanego, koszt kapitału z zysków zatrzymanych, koszt kapitału z emisji akcji zatrzymanych [Rutkowski 2007, s. 307–318]. Należałoby rozumieć, że koszt kapitału własnego to suma składowych kosztów pozyskania kapitału podstawowego i zatrzymanego zysku.

Trzeba wobec tego zaznaczyć, że koszt kapitału własnego oznacza finalnie dla przedsiębiorstwa wydatki związane z pozyskaniem nie całego kapitału własnego (bo ten w znacznej mierze wypracowywany jest „od wewnątrz”), a jedynie kapitału składowego (podstawowego) i zysku zatrzymanego. Idąc dalej, kapitał zakładowy spółki akcyjnej dzieli się na akcje o równej wartości nominalnej [Ustawa z dnia 15 września 2000... , art. 302]. Udziałowcy uczestniczą więc w tworzeniu nie całego kapitału własnego, a zaledwie kapitału zakładowego.

Należy zatem sprawdzić obszar nie ogólnej, całkowitej wartości kapitału własnego, a dokładnie kapitału podstawowego i niepodzielonego zysku. W przeciwnym wypadku termin „koszt kapitału własnego” sugerowałby m.in. koszt pozyskania kapitału zapasowego lub udziałów (akcji) własnych (wielkości ujemnej) – a tak nie jest. Akcje zaliczane do grupy „akcji własnych” stanowią formalnie kapitał własny, ale nie podstawowy. W związku z tym, że przedsiębiorstwo może być zmuszone do nabycia (na ściśle, ostro określonych warunkach) własnych akcji, to ich wartość bilansowa musi być wykazana ze znakiem minus w kapitałach własnych, w pasywach [Olchowicz, Tłaczała 2003, s. 116, 117]. Mając powyższe na względzie należy zauważyć, że koszt kapitału własnego (w odniesieniu do akcji) odnosi się wyłącznie do spółek kapitałowych prawa handlowego, i to nie do wszystkich, a jedynie akcyjnych. Ponadto akcje emitowane przez spółkę akcyjną nie mogą być co do zasady przez nią nabywane. Stąd, w celu wartościowania kosztów (tj. wartościowego ich ujęcia), istnieje konieczność precyzyjnego definiowania i bilansowej klasyfikacji akcji. Wynika z tego, że formułowany w analizie finansowej „koszt kapitału własnego” identyfikowany jest wyłącznie z kapitałem podstawowym.

Idąc dalej, zarówno w praktyce gospodarczej, jak i literaturze przedmiotu przyjmuje się powszechnie ściśle definiowanie kalkulacji tego typu kosztu. Kalkulacja ta, warto zaznaczyć, możliwa jest właściwie z analitycznego, a nie bilansowego punktu widzenia.

Skoro, jak to zasugerowano, koszt kapitału własnego odnosi się zasadniczo do spółek handlowych, i tylko akcyjnych, to musi być zachowana gradacja znaczenia dawców kapitału. Dawcy ci uczestniczą bowiem (co też dano do zrozumienia) w podwyższaniu kapitału inicjującego działalność podmiotu, a to ma dopiero późniejszy wpływ na podnoszenie kapitału własnego. Ponadto, to ich pieniądze profity – wynikające z udostępnienia tego kapitału – w świetle analizy finansowej identyfikowane są dopiero jako koszt przedsiębiorstwa. Koszt ten powszechnie określany jest mianem kosztu akcji uprzywilejowanych (przy stałej, ustalonej wartości wypłacanej dywidendy) lub kosztem akcji zwykłych (przy zmiennej wartości dywidendy, zależnej od wyników finansowych spółki akcyjnej).

Koszt akcji uprzywilejowanych jest jednak *de facto* relacją wartości stałej rocznej dywidendy wypłacanej akcjonariuszom za jedną akcję do wartości osiągniętych wpływów z tytułu emisji jednej akcji². Widać wobec tego, że koszt akcji uprzywilejowanych, patrząc przez pryzmat analizy finansowej, jest liczony jednostkowo i można zapisać go jako:

$$k_u = \frac{D}{P-F} [- \text{lub } \%],$$

gdzie: k_u – koszt akcji uprzywilejowanej,

D – wartość stałej rocznej dywidendy wypłacanej akcjonariuszom za jedną akcję,

P – cena emisyjna jednej akcji uprzywilejowanej,

F – koszty emisji jednej akcji uprzywilejowanej.

Trzeba zauważyć, że taki sposób kalkulacji cząstkowego kosztu kapitału podstawowego (a nie całkowitego własnego) spółek akcyjnych, pochodzącego z emisji akcji uprzywilejowanych, sprowadza się jedynie do procentowego wyrażenia relacji wartości odpowiadającej dywidendy do wpływów osiągniętych jej emisji. Rachunkowo nie ma oczywiście znaczenia, czy koszt ten liczony jest dla jednej akcji, czy dla całej emisji. Wynik podawany jest bowiem bezjednostkowo lub procentowo, który (co do wielkości) jest taki sam dla ujęcia jednostkowego i całkowitego.

Koszt akcji zwykłych z kolei należy rozpatrywać dwukierunkowo, tj. w ujęciu historycznym i perspektywicznym. Koncepcja ujęcia historycznego identyfikuje znaną wartość wypłacanej już w poprzednim okresie rozliczeniowym dywidendy przeznaczonej dla „zwykłych” akcjonariuszy. Wartość tej dywidendy nie jest jednak stała i bezpośrednio zależy od sytuacji finansowej spółki. W tym sensie zmiana wartości dywidendy musi zależeć w prostej linii od tempa jej zmian. Wobec tego, koszt akcji zwykłych, gdy znana jest wartość wypłacanej dywidendy w poprzednim okresie, można ująć jako:

² Wartość wpływów z tytułu emisji jednej akcji oznacza w rzeczywistości cenę emisyjną jednej akcji pomniejszoną o koszty jej emisji.

$$k_z = \frac{D_0 \times (1+g)}{P-F} + g \text{ [- lub \%]},$$

gdzie: k_z – koszt akcji zwykłych,

D_0 – wartość rocznej dywidendy wypłaconej akcjonariuszom za jedną akcję w poprzednim okresie rozliczeniowym,

g – wskaźnik wzrostu dywidendy; g = wskaźnik reinwestycji \times ROE; wskaźnik reinwestycji = 1 – część zysku przeznaczona na dywidendę.

Podobnie jak wcześniej, mimo wartościowego określenia dywidendy i wpływów pochodzących z emisji, koszt akcji zwykłych (jako cząstkowy koszt kapitału podstawowego – ujęty historycznie) kalkulowany jest bezjednostkowo lub procentowo i jest tak samo równy (co do wielkości) w ujęciu jednostkowym i całkowitym.

W sytuacji, gdy koszt akcji zwykłych szacowany jest nie na podstawie wartości wypłaconej dywidendy, a na podstawie perspektywicznych zamierzeń co do jej wartości, można przyjąć, że:

$$k_z = \frac{D_1}{P-F} + g \text{ [- lub \%]},$$

gdzie: D_1 – wartość dywidendy, którą spółka zamierza wypłacić w bieżącym roku działalności.

Również i w tym przypadku cząstkowa kalkulacja kosztu kapitału podstawowego (a nie całkowitego własnego) spółek akcyjnych, pochodzącego z emisji zwykłych akcji, sprowadza się do procentowego wyrażenia relacji wartości dywidendy do wpływów z emisji. Obejmuje ona jednak wyłącznie prostą zależność wskaźnika wzrostu dywidendy. Mimo to, ostateczny wynik wyrażony jest bezjednostkowo lub procentowo.

Artykułowane dotychczas metody kalkulacji kosztu kapitału podstawowego określane są popularnie mianem modelu DGM (*Dividend Growth Model*), czyli wzrostu dywidendy. Koszt ten można kalkulować na potrzeby analityczne również na podstawie wyceny aktywów kapitałowych, określane mianem metody CAMP (*Capital Assets Pricing Model*). Za punkt odniesienia przyjmuje się tu jednak nie wzrost wartości dywidendy, lecz współczynnik beta, mierzący zmienność dochodów z akcji w relacji do dochodów z portfela rynkowego:

$$k_z = r_f + \beta \times (r_m - r_f) \text{ [- lub \%]},$$

gdzie: r_f – stopa zwrotu z inwestycji wolnej od ryzyka,

r_m – stopa zwrotu z portfela rynkowego,

$(r_m - r_f)$ – średnia premia za ryzyko,

β – wskaźnik beta dla kapitału własnego danej firmy:

$$\beta = \frac{\sum_{t=1}^n (r_{it} - \bar{r}_i)(r_{mt} - \bar{r}_m)}{\sum_{t=1}^n (r_{mt} - \bar{r}_m)^2},$$

- n – liczba okresów, z których pochodzą informacje,
 r_{it} – stopa zysku i -tej akcji w t -tym okresie,
 \overline{r}_i – średnia arytmetyczna stóp zysku i -tej akcji,
 r_{mt} – stopa zysku wskaźnika w t -tym okresie,
 \overline{r}_m – średnia arytmetyczna stóp zysku indeksu giełdy.

Model ten nie opiera się zatem na wartości wypłaconej dywidendy, ale na ryzyku związanym z inwestowaniem w akcje danej spółki. Można w nim zauważyć prostą zależność, że w miarę wzrostu ryzyka inwestycyjnego rośnie koszt pozyskania kapitału podstawowego spółki akcyjnej i odwrotnie, w miarę spadku ryzyka inwestycyjnego w akcje określonej spółki maleje koszt kapitału inicjującego. Jest to logiczne, gdyż wraz ze wzrostem ryzyka inwestycyjnego trzeba inwestorom zaoferować wyższą stopę zwrotu. Należy również zwrócić uwagę na to, że podobnie jak wcześniej tak i tutaj wynik cząstkowej kalkulacji kosztu kapitału podstawowego spółek akcyjnych wyrażony jest bezjednostkowo lub procentowo.

Innym modelem często wykorzystywanym do wyliczania tego typu kosztu kapitału, oprócz DGM i CAMP, jest model „koszt obligacji plus premia za ryzyko”. Opiera się on na występowaniu bezpośredniej zależności między stopą zwrotu a ryzykiem, a za punkt wyjścia przyjmuje się stopę zwrotu z obligacji danej spółki. Koszt kapitału podstawowego stanowi wobec tego suma kosztu obligacji określonej firmy i premii za dodatkowe ryzyko, co można zapisać w postaci:

$$k_z = k_o + RP [- \text{lub } \%],$$

gdzie: k_o – koszt obligacji danej firmy,

RP – premia za ryzyko (wyznaczana na podstawie informacji historycznych jako różnica stopy zwrotu akcji i stopy zwrotu obligacji danej spółki).

Ze względu jednak na to, że w praktyce emisja obligacji przypisywana jest Skarbowi Państwa – jako właścicielowi państwowego majątku w relacjach cywilno-prawnych – a nie spółkom akcyjnym, model „koszt obligacji plus premia za ryzyko” jest najrzadziej wykorzystywanym modelem kalkulacji kosztu kapitału inicjującego. Mimo to, również i w tym modelu wynik cząstkowej kalkulacji kosztu kapitału własnego wyrażony jest tak jak w modelach wzrostu dywidendy (DGM) i wyceny aktywów kapitałowych (CAMP), czyli bezjednostkowo lub procentowo.

W kontekście analizy koncepcji kosztu kapitału własnego na uwagę zasługuje jeszcze koszt zysku zatrzymanego. Koszt ten nie jest jednak (tak jak to było wcześniej) kosztem kapitału pozyskanego „z zewnątrz”, ale jest kosztem kapitału „nie-skonsumentowanego”. Oznacza to, że skoro niewypłacony zysk w formie dywidendy pozostaje w przedsiębiorstwie, a właściciele tego przedsiębiorstwa decydują się na wprowadzenie wypracowanego zysku do obiegu inwestycyjnego jako reinwestycję, to ponoszą w związku z tym określony koszt. Kosztem tym jest koszt zysku zatrzymanego, który można ująć jako:

$$k_{zz} = \frac{EAT - D_u}{P_z} [- \text{lub } \%]$$

gdzie: k_{zz} – koszt zysku zatrzymanego,
 EAT – zysk po opodatkowaniu (*earnings after tax*),
 D_u – wartość wypłaconych dywidend od akcji uprzywilejowanych
 P_z – wartość rynkowa kapitału zakładowego (podstawowego) zwykłego.

Koszt ten, podobnie jak poprzednio, wyrażany jest również bezjednostkowo lub procentowo.

Analiza kosztu kapitału własnego wyraźnie wskazuje z analitycznego punktu widzenia (w znaczeniu analizy finansowej przedsiębiorstwa i zarządzania jego finansami) zasób informacyjny tego kosztu. Zasób ten stanowi potencjał informacyjny kapitału podstawowego (jako inicjującego działalność przedsiębiorstwa) i wypracowanego zysku netto roku bieżącego.

Idąc dalej – przyjmując na podstawie dostępnych już danych – można finalnie stwierdzić, że koszt ten odnosi się do wartości wypłaconej dywidendy akcji zwykłych i uprzywilejowanych oraz wskazanego już zysku netto.

4. Analityczny a bilansowy dysonans koncepcji kosztu kapitału własnego

Maksymalizacja efektywności działania przedsiębiorstwa jest ściśle związana z identyfikacją osiąganego efektu i ponoszonych nakładów. Efektem tym są – w zależności od ujęcia kasowego bądź memoriałowego – strumienie pieniężne lub wypracowany zysk. Nakładem z kolei, w rozumieniu klasycznym, jest zużycie siły roboczej, zasobów majątkowych i finansowych przedsiębiorstwa³. Efektywność oznacza wobec tego relację efektu do odpowiednio poniesionego nakładu. Jest ona zatem tym większa, im większy jest efekt, a mniejszy nakład.

Prawo bilansowe nie definiuje (choć korzysta z pojęć) efektu i nakładu. Robi to natomiast analiza finansowa. W ocenie autora już na tym poziomie występują rozbieżność i niespójne postrzeganie kosztu.

W związku z tym należy wskazać w efekcie niejednolite podejście do tak podstawowej kategorii, jaką jest koszt kapitału własnego, tj.:

- prawo bilansowe nie definiuje kosztu kapitału własnego, a mimo to istnieje konieczność sprawozdawczej wyceny informacji w nim zawartych,
- choć w analizie finansowej funkcjonuje pojęcie kosztu kapitału własnego, to jest ono różnie definiowane,
- w analizie finansowej koszt liczony jest bezjednostkowo lub procentowo, podczas gdy faktycznie musi być on wyceniony wartościowo,

³ W naukach ekonomicznych wyszczególnia się cztery rodzaje nakładów: praca, środki trwałe, materiały, pieniądź.

- kalkulacja kosztu kapitału własnego odnosi się w istocie do kosztu kapitału podstawowego (tzn. początkowego, czyli inicjującego) i kosztu (jedynie alternatywnego) zysków zatrzymanych, a nie do całego kapitału własnego.

Koszt z założenia winien by odzwierciedlać wartościowe zużycie czynników działalności. Zużycie to, na zasadzie współmierności, przyczynia się bowiem do osiągania korzyści wynikających z prowadzenia działalności zarobkowej. Jeśliby przyjąć (co wydaje się logicznie uzasadnione) przeciwwagę korzyści i kosztów⁴, że skoro koszt wyrażany jest bezjednostkowo lub procentowo, to również korzyści wynikające z jego ponoszenia powinny być wyrażane w tych samych jednostkach. Koszt kapitału (własnego) nie stanowi jednak tej samej kategorii informacyjnej co przykładowo rentowność bądź płynność finansowa. Oczywiście jest, że miernik rentowności majątku całkowitego, przychodów ze sprzedaży, a zwłaszcza w kontekście kapitału własnego rentowności tego kapitału, informuje o potencjale generowania zysku w poszczególnych obszarach (majątkowych, sprzedażowych, kapitałowych). Wiadomo, że paralela płynności finansowej identyfikuje potencjał bieżącego (najbardziej płynnego) majątku do pokrycia bieżących (najbardziej wymagalnych) zobowiązań. Ewidentnie uzasadnione jest wobec tego wyrażanie zarówno rentowności jak i płynności finansowej bezjednostkowo lub procentowo. Odniesienie takie do kosztu kapitału (własnego) wymaga jednak zastanowienia.

W świetle prowadzonych rozważań wydawać się może, iż koszt kapitału własnego (bez uogólnień) najciekawiej definiują M. Sierpińska i T. Jachna oraz B. Pomykańska i P. Pomykański.

M Sierpińska i T. Jachna wskazują koncepcję tzw. kosztu kapitału własnego bliższą idei prawa bilansowego i prawa handlowego. Z uznaniem należy przyjąć fakt artykułowania pojęcia kosztu kapitału akcyjnego uprzywilejowanego bądź odpowiednio kosztu kapitału akcyjnego zwykłego [Sierpińska, Jachna 2004, s. 289, 290]. Słusznie, w ocenie autora, reprezentują oni pogląd jednoznacznego wskazania kapitału inicjującego. Stanowisko ich potwierdza wcześniejsze sugestie o zbyt niekonkretnym znaczeniu pojęcia kosztu kapitału własnego, a w związku z tym niezasadnej implementacji pojęcia, które powinno być zarezerwowane wyłącznie dla kapitału podstawowego spółek kapitałowych, tj. dla kosztu kapitału zakładowego.

B. Pomykańska i P. Pomykański wyrażają koncepcję tzw. kosztu kapitału własnego bliższą idei analizy finansowej. Mówią o wymaganej przez udziałowców stopie zwrotu z inwestycji [Pomykańska, Pomykański 2007, s. 274]. Sformułowanie „stopa zwrotu” wydaje się tu zasadne, zwłaszcza że autorzy ci traktują udziałowców jako inwestorów. Wobec tego pojęcie stopy zwrotu należy rozumieć w znaczeniu oceny efektywności procesów inwestycyjnych. Z kolei samo pojęcie inwestycji należy rozstrzygać w kategoriach Krajowych Standardów Rachunkowości⁵. Trze-

⁴ Relację korzyści i kosztów ich pozyskania trafnie określa „Hierarchizacja cech jakościowych informacji sprawozdawczych” w: [Statement of Financial...].

⁵ Zob.: [Krajowy Standard..., pkt 21, 22].

ba jednakże zauważyć, że podejście takie jest spojrzeniem inwestora, który osiąga przychody w tytułu inwestycji, a nie spojrzeniem przedsiębiorcy, który ponosi koszty działalności.

W oparciu o przeprowadzone analizy widać, że istnieje niejednoznaczność w rozumieniu kosztu kapitału własnego z bilansowego i analitycznego punktu widzenia. Przyczyną jest odmiennie postrzeganie kosztu zarówno przez prawo bilansowe, jak i analizę finansową i nazbyt swobodne posługiwanie się pojęciem „kapitału własnego” przez analizę finansową.

5. Wnioski

Podjęte w niniejszej pracy badania pozwalają identyfikować koszt kapitału jako złożoną zależność różnych stanowisk dziedziny nauk ekonomicznych, zwłaszcza dyscyplin ekonomicznych, finansowych, nauk o zarządzaniu. W poszukiwaniu odpowiedzi na zadane pytania badawcze:

- jak należy rozumieć koszt kapitału własnego w świetle prawa bilansowego?
- czy brak zdefiniowanego w duchu prawa bilansowego kosztu kapitału własnego oznacza jego sprawozdawcze nieistnienie?
- czy występuje (w myśl ustawowej definicji kosztu) prosta zależność, że wraz ze wzrostem kosztu kapitału (własnego) maleje wartość tego kapitału?
- czy nauki o finansach poprawnie definiują koszt kapitału (własnego)?

stwierdzić można, że koszt kapitału (własnego) podstawowego wydaje się nie dość jednoznacznie rozumiany. Jest to stanowisko nie do przyjęcia, w konsekwencji którego nasuwa się refleksja – w którym miejscu znajduje się nauka w odniesieniu do sprawozdawczości i analizy finansowej?

Na gruncie podjętych analiz warto, w opinii autora, zastanowić się nad uporządkowaniem rozproszonych we współczesnej literaturze koncepcji kosztu kapitału (własnego). Zasadniczym postulatem jest odejście od sformułowania „koszt kapitału własnego”, gdyż rodzi ono nazbyt szeroką przestrzeń informacyjną. Dlatego autor proponuje:

- rezygnację z ogólnikowych wypowiedzi na temat kosztu kapitału własnego na rzecz jednoznacznego ujęcia kosztu kapitału podstawowego (zakładowego uprzywilejowanego i zakładowego zwykłego) – podejście takie jest wypośredkowanym spojrzeniem różnych dyscyplin dziedziny nauk ekonomicznych,
- rezygnację z ogólnikowych wypowiedzi na temat kosztu kapitału własnego na rzecz jednoznacznego ujęcia kosztu zysków zatrzymanych,
- intensyfikację poszukiwań optymalnych formuł analitycznej kalkulacji odpowiednio kosztu kapitału zakładowego (uprzywilejowanego i zwykłego) oraz kosztu zysków zatrzymanych, wyrażających wartość tego kosztu w zgodzie z prawem bilansowym.

Konkluzje te stanowią jedynie zarys tematyczny problematyki związanej z potrzebą udoskonalenia współczesnej teorii kosztu kapitału (własnego). Udoskonale-

nia te są o tyle skuteczne, o ile poszukiwanie optymalnych rozwiązań teoretycznych sprawdza się w praktyce gospodarczej.

6. Zakończenie

Początkowe studia zwróciły uwagę na fakt nieistnienia jednoznacznego i bezpośredniego odniesienia w krajowej legislacji prawa bilansowego do kosztu kapitału. Mimo definiowania pojęć cząstkowych brak jest wyraźnych odniesień do tego zagadnienia. Dalsze badania pozwoliły zauważyć techniczną możliwość kalkulacji kosztu kapitału (własnego) – przez pryzmat analizy finansowej, ale bez wyraźnego odniesienia do wartości tego kosztu (a informacja o jego wartości stanowi jeden z istotnych fundamentów działalności przedsiębiorstwa). Ostatecznie wykazano dylemat koncepcji tego kosztu z punktu widzenia prawa bilansowego i analizy finansowej, wyciągając przy tym wnioski.

Podsumowując, można stwierdzić, że niniejsza praca uwidacznia istotę kosztu kapitału własnego w świetle prawa bilansowego i analizy finansowej oraz precyzuje i ogranicza nadużywaną współcześnie swobodę wykorzystywania idei kosztu kapitału własnego (bo to prowadzi do daleko idącego chaosu terminologicznego), wskazując uzasadnienie takiego poglądu.

Literatura

- Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
- Krajowy Standard Rachunkowości nr 1 „Rachunek przepływów pieniężnych”*, Dz.Urz. Ministerstwa Finansów z dnia 29 sierpnia 2003 r. nr 12 poz. 69.
- Olchowicz I., Tłaczała A., *Sprawozdawczość finansowa*, Difin, Warszawa 2003.
- Pomykańska B., Pomykański P., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Rutkowski A., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2007.
- Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- Statement of Financial Accounting Concepts No. 2*, FASB, Issued: May 1980, Norwalk 2008, CON2–13.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U z 1994, nr 121, poz. 591, ze zm. (stan prawny 27.12.2011).
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz.U z 2000, nr 94, poz. 1037, ze zm. (stan prawny 31.01.2012).

DILEMMA OF THE CONCEPT OF THE COST OF EQUITY CAPITAL

Summary: This research paper is an attempt to show the issue of equity capital cost. Starting from the idea of cost of equity capital in the light of accounting law, through its idea in the light of the financial analysis, up to the analytical and balance dissonance of the concept of cost of equity capital the author shows conditions for the improvement of the contemporary theory of this cost in the branch of economic sciences.

Keywords: equity capital, initial capital, cost of equity capital.