

Determinanty struktury kapitału w przedsiębiorstwie*

Sylwia Bętkowska**

Streszczenie: *Cel* – Celem opracowania jest prezentacja oraz ukazanie zależności i uwarunkowań zachodzących w obszarze determinant struktury kapitałowej wraz z ich odniesieniem do efektywności kreowania wartości przedsiębiorstwa. W artykule zaakcentowano również znaczenie kategorii kapitału i różnych podejść w rozumieniu pojęcia struktury kapitałowej.

Metodologia badania – Artykuł koncentruje się na przeglądzie literatury przedmiotu i ukazaniu zależności zachodzących w obszarze determinant struktury kapitałowej.

Wynik – Efektem niniejszego opracowania jest zaakcentowanie kwestii istoty oraz ukazanie zależności w obszarze determinant struktury kapitałowej, stanowiącej niezwykle ważny czynnik w toku finansowania działalności przedsiębiorstwa.

Oryginalność/wartość – Artykuł eksponuje zależności pomiędzy problemami cząstkowymi wpisującymi się w zagadnienia kształtowania struktury kapitału. Zwrócono zatem uwagę na czynniki oddziałujące na strukturę kapitału, bowiem w literaturze przedmiotu bardzo wiele mówi się o źródłach kapitału, ich klasyfikacji, metodach pozyskiwania i prowadzenia rachunku ekonomicznego, natomiast aspekty związane z kształtowaniem tejże struktury traktowane są niejako drugoplanowo.

Słowa kluczowe: źródła kapitału, struktura kapitału, determinanty struktury kapitału

Wprowadzenie

Potencjalni inwestorzy dysponują różnymi możliwościami inwestycyjnymi, zatem dokonując wyboru jednej z nich zdecydują się na taki wariant, który przy danym poziomie ryzyka zapewni im możliwie najwyższą stopę zwrotu. Nie uzyskiwanie przez nich oczekiwanej stopy zwrotu może spowodować wycofanie środków przez inwestora, co dla przedsiębiorstwa oznacza utratę części kapitałów na prowadzenie działalności. A zatem, w toku zarządzania przedsiębiorstwem konieczne staje się przyjęcie kryterium inwestora, który to oczekuje wymiernych, rekompensujących koszty alternatywne i ryzyko, korzyści finansowych (Jaki 2005, s. 339). Uwzględniając powyższe, przyjmując za punkt wyjścia cechy kapitału i jego ekonomiczną istotę – wynikającą także z finansowego modelu przedsiębiorstwa – uważa się, iż głównym celem przedsiębiorstwa funkcjonującego w gospodarce rynkowej jest uzyskiwanie możliwie wysokiego dochodu z zainwestowanego kapitału przy

* Publikacja sfinansowana ze środków przyznanych Wydziałowi Zarządzania Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, w ramach dotacji na utrzymanie potencjału badawczego.

** dr Sylwia Bętkowska, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Wydział Zarządzania, Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw, e-mail: betkowss@uek.krakow.pl.

akceptowalnym poziomie ryzyka, co przekłada się na maksymalizację (zwiększenie) wartości przedsiębiorstwa i wzrost stanu posiadania w ujęciu długookresowym. Tak sformułowany cel jest realizowany w drodze stosownych decyzji finansowych i inwestycyjnych. Prowadzenie działalności gospodarczej związane jest z koniecznością posiadania aktywów i kapitałów niezbędnych do finansowania działalności. Prawie każda podejmowana w przedsiębiorstwie decyzja ma wymiar finansowy, bowiem w pewnym momencie czasowym, bezpośrednio lub pośrednio, będzie miała przełożenie na jego sytuację finansową.

W literaturze przedmiotu rozróżnia się szereg czynników oddziałujących na kształtowanie wartości przedsiębiorstwa, do których zaliczana jest m.in. struktura kapitałowa. Stąd zasadniczym celem artykułu jest prezentacja oraz ukazanie zależności i uwarunkowań zachodzących w obszarze determinant struktury kapitałowej wraz z ich odniesieniem do efektywności kreowania wartości przedsiębiorstwa.

1. Pojęcie struktury kapitału

Kapitał stanowi jedną z podstawowych kategorii ekonomicznych, równocześnie jednak jest kategorią wieloznaczną i różnie interpretowaną. M. Dobija zwraca uwagę na ogromne osiągnięcia nauk i niewielkie osiągnięcia ekonomii, a za przyczynę tego stanu rzeczy uznaje niezrozumienie pojęcia kapitału jako kategorii nauki. Zostało to już zauważone przez J.Ch. Bliss'a w 1975 roku, zdaniem którego „(...) kiedy ekonomiści osiągną zgodność w kwestii kapitału, to wkrótce osiągną zgodność we wszystkich innych kwestiach”, co jego zdaniem jest mało prawdopodobne (Bliss 1975).

Wielka encyklopedia powszechna definiuje kapitał jako jeden z czynników produkcji będący jednocześnie źródłem finansowania aktywów. Z jednej strony pojęcie to określa kapitał rzeczowy, a z drugiej prawa do kapitału rzeczowego. Przyjmuje się, że określenie „kapitał” pochodzi od łacińskiego słowa „caput” oznaczającego głowę. Rozróżniane było już w starożytnym Rzymie, gdzie rozumiano go jako sumę będącą przedmiotem pożyczki (*Wielka Encyklopedia PWN* 2003, s. 254). W okresie średniowiecza oznaczało zgromadzony w postaci zwierząt hodowlanych majątek. Za twórcę pojęcia kapitału uważany jest F. Quesnay, który wprowadził rozumienie kapitału jako bogactwa umożliwiającego podjęcie dalszej produkcji.

Aspekt kapitału może być rozważany w kontekście abstrakcyjnym bądź realnym. Na płaszczyźnie abstrakcyjnej (myślowej) kapitał rozumiany jest jako kategoria ekonomiczna oznaczająca wartość, a posiadająca zdolność wzrostu. W wyniku owego wzrostu powstaje różnica wartości, która nazywana jest wartością dodatkową, zyskiem, procentem. Posiadanie kapitału jest warunkiem tworzenia, funkcjonowania i rozwoju podmiotu gospodarczego. W ujęciu realnym (przedmiotowym) kapitał rozumiany jest jako wykorzystywane do produkcji zasoby pieniężne, bądź dobra, mające na celu rozwijanie tejże produkcji. Umożliwia podjęcie racjonalnego działania, w wyniku którego nastąpi jego zwrot, przyrost lub też spełniona zostanie określona funkcja (Borowiecki, Czaja, Jaki 1998, s. 21). Stanowi

więc obiektywny i niezbędny czynnik produkcji. W ekonomii aspekt kapitału łączony jest z pojęciem zasobu. Zasobami nazywane są czynniki wytwórcze znajdujące się w dyspozycji jednostki gospodarczej, a wykorzystywane w procesie produkcji, podziału, wymiany i konsumpcji. A zatem kapitał również stanowi zasób przedsiębiorstwa.

W teorii ekonomii wyróżniany jest kapitał realny i finansowy. Obydwa mają odzwierciedlenie w bilansie przedsiębiorstwa. Kapitał realny (rzeczowy, rzeczywisty) dotyczy dóbr o charakterze materialnym, dzięki którym możliwe staje się przeprowadzenie procesu produkcyjnego, a więc należy do nich zaliczyć np. maszyny, urządzenia, środki transportu, budynki, budowle (Borowiecki, Czaja, Jaki 1998, s. 22). Kapitał finansowy jest natomiast źródłem finansowania kapitału realnego, odnosi się więc np. do gotówki, kredytu czy papierów wartościowych (walorów). Leksykon zarządzania finansami definiuje kapitał jako środki pozostawione do dyspozycji przedsiębiorstwa (Michalski 2004, s. 30).

Pojęcie kapitału może być również rozważane w skali makro- bądź mikroekonomicznej. W ujęciu makroekonomicznym stanowi sumę wszystkich dóbr (składników) materialnych, które w poprzednim roku zostały wytworzone w danym kraju, a które służą dalszej produkcji dóbr i usług (Michalski 2004, s. 38). W ujęciu mikroekonomicznym dotyczy składników majątkowych wyszczególnionych w aktywach, a posiadających źródła finansowania w pasywach podmiotu.

W. Janasz zauważa, iż wspólną cechą różnych definicji kapitału jest to, iż „...stanowi pewną sumę wartości, mającą potencjał i stwarzającą bogactwo” (Janasz 2007, s. 16). Kapitał posiada swoje źródła pochodzenia, skład, strukturę oraz stopień wymagalności/płynności. Rodzaj kapitału, jego wielkość i struktura w istotny sposób wpływają na zakres prowadzonej działalności gospodarczej oraz realizowanych przedsięwzięć rozwojowych.

W literaturze przedmiotu można napotkać różne definicje struktury kapitału. Przy czym najogólniej jest ona rozumiana jako proporcje podziału kapitału własnego i kapitału obcego w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa. Natomiast spotykane jest czasem podejście, iż relacje te określają strukturę źródeł finansowania, a przez strukturę kapitału należy rozumieć relację wartości zadłużenia długoterminowego do kapitału własnego. A zatem struktura kapitału stanowi część struktury źródeł finansowania (Janasz 2007, s. 50–51; Stradomski 2004, s. 20). Zdaniem W. Janasza (2007, s. 50) kształtowanie struktury kapitału powinno obejmować trzy płaszczyzny: minimalizację kosztu kapitału, maksymalizację stopy zwrotu oraz maksymalizację wartości przedsiębiorstwa. Przy czym zauważyć należy, iż maksymalizacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa jest tożsama z minimalizacją średniego ważonego kosztu kapitału.

Teoria struktury kapitału ma na celu ukazanie, w jaki sposób podejmowane są decyzje związane z finansowaniem działalności. Problematycznym jest, czy dotyczy to całego zakresu finansowania, czy też jedynie finansowania długoterminowego. W ramach problemów teoretycznych pojawiających się w kontekście teorii struktury kapitału należy zwrócić uwagę na dwa zasadnicze pytania (Megginson, Weston 1997; Gajdka 2002, s. 9):

- Czy struktura kapitałowa wpływa na wartość rynkową spółki?

- Czy istnieje optymalna struktura kapitału (czyli taka, przy której wartość rynkowa spółki jest najwyższa, zaś całkowity koszt kapitału najniższy) i jakie czynniki ją determinują?

Jeżeli zostałyby dowiedzione, iż struktura kapitałowa oddziałuje na wartość przedsiębiorstwa, oraz gdyby wskazano optymalną strukturę kapitałową, to zarządzający mogliby tak dobierać strukturę kapitału, by zwiększana była wartość przedsiębiorstwa.

2. Uwarunkowania kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie

Sposób, w jaki gromadzony jest kapitał, ma znaczenie dla uczestników życia gospodarczego, z tego względu istotne stają się, które czynniki oddziałują, bądź też które powinny oddziaływać, na podejmowane w niniejszym obszarze decyzje. Wpływ determinant struktury kapitału jest uzależniony od specyfiki danego podmiotu gospodarczego, w tym od jego pozycji na rynku krajowym oraz międzynarodowym. W związku z powyższym, konieczne jest uwzględnienie czynników o charakterze wewnętrznym oraz zewnętrznym. Determinanty wewnętrzne związane są z przyjętą strategią przedsiębiorstwa oraz z jego atutami, a więc z mocnymi i słabymi stronami. W obszarze czynników zewnętrznych może zostać wyróżnione makrootoczenie i mikrootoczenie. Makrootoczenie dotyczy otoczenia społeczno-gospodarczego podmiotu, które w sposób istotny wpływa na jego funkcjonowanie zarówno na rynku krajowym, jak i międzynarodowym. Związane są z nim pewne szanse, ale i zagrożenia. Mikrootoczenie określa konkurencyjność odbiorców i dostawców (Janasz 2007, s. 50–51; Stradomski 2004, s. 59–60). Tabela 1 przedstawia klasyfikację czynników oddziałujących na strukturę kapitałową w podziale na makroekonomiczne i mikroekonomiczne.

Tabela 1

Determinanty struktury kapitału

Makroekonomiczne determinanty struktury kapitału	Mikroekonomiczne determinanty struktury kapitału
<ul style="list-style-type: none"> – system podatkowy, – inflacja, – sytuacja na rynku kapitałowym, – branża, w jakiej działa przedsiębiorstwo, – amortyzacja. 	<ul style="list-style-type: none"> – wielkość przedsiębiorstwa, – rodzaj oferowanego produktu, – zyskowność (rentowność przedsiębiorstwa), – efekt dźwigni finansowej, – ryzyko finansowe, – elastyczność finansowa przedsiębiorstwa w przyszłości, – rodzaj aktywów, – koszt wykorzystania kapitału, – zabezpieczenie zwrotu kapitału, – stopień sformalizowania procedur towarzyszących pozyskiwaniu środków, – nieodsetkowa tarcza podatkowa, – relacja pomiędzy przepływami pieniężnymi a planowanym zarządzaniem i możliwością jego obsługi.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Gajdka (2002), s. 295; Grzywacz (2012), s. 18.

2.1. Makroekonomiczne determinanty struktury kapitału

Czynniki o charakterze makroekonomicznym są niezależne od przedsiębiorstwa, toteż podmioty gospodarcze winny umieć je identyfikować oraz umiejętnie na nie reagować. System podatkowy wywiera istotny wpływ na strukturę kapitału, bowiem podatki i tarcza podatkowa zwiększają opłacalność finansowania kapitałem obcym. Ponieważ koszt kapitału obcego zaliczany jest do kosztów uzyskania przychodów, to wzrost udziału długu o charakterze odsetkowym oddziałuje na zmniejszenie podstawy opodatkowania, a tym samym odprowadzanego do budżetu podatku. System podatkowy wpływa na kształtowanie struktury kapitałowej również w przypadku występowania różnic w opodatkowaniu dywidend i zysków kapitałowych. Przekładają się one na preferencje akcjonariuszy dotyczące wyboru dochodów pochodzących z dywidend bądź z zysków kapitałowych. Natomiast bardzo małe przedsiębiorstwa często nie mają możliwości wykorzystania korzyści podatkowych ze względu na stosowanie uproszczonych form opodatkowania, takich, jak ryczałt czy karta podatkowa.

Istnieją różne poglądy na temat oddziaływania inflacji na możliwości finansowania długiem. Z modelu Modiglianiego wynika, że przy uwzględnieniu inflacji opłacalność inwestowania kapitałem obcym jest wprost proporcjonalna do relacji pomiędzy inflacją a stopą procentową, jednakże w literaturze przedmiotu można napotkać inne podejścia (Gajdka 2002, s. 296). M. Jerzemowska (1999, s. 52) zwraca uwagę na to, iż inflacja i dźwignia finansowa są ze sobą powiązane. Mianowicie umiarkowanemu poziomowi inflacji towarzyszy wzrost dźwigni finansowej, natomiast przy wzroście inflacji zmniejsza się zadłużenie.

Na kształtowanie struktury kapitału wpływ wywiera również sytuacja na rynku kapitałowym, na którym ustalana jest cena pieniądza, która oddziałuje wprost na wielkość zadłużenia. Kryzys gospodarczy powoduje, iż przedsiębiorstwa chętniej korzystają z własnych źródeł finansowania, aniżeli z obcych. Jest to spowodowane m.in. zaostrzeniem polityki kredytowej przez banki i zmniejszeniem podaży pieniądza kredytowego. Dodatkowo w okresie kryzysu banki obniżają maksymalną dostępną kwotę kredytu, zaostrzają wymagania dotyczące zabezpieczenia kredytu, zwiększają koszty kredytu o charakterze pozaodsetkowym, takie, jak opłaty za rozpatrzenie wniosku, marże, czy prowizje. Zmniejszenie dostępności kapitałów powoduje zwiększenie wykorzystania kredytu kupieckiego, co może prowadzić do powstania napięć w utrzymaniu płynności finansowej, a w konsekwencji do powstania zatorów płatniczych. J. Gajdka (2002, s. 276–297) zwraca uwagę na to, że zgodnie z niektórymi modelami struktury kapitału sytuacja na rynku kapitałowym oddziałuje na wielkość optymalnej struktury kapitałowej lub maksymalnej pojemności zadłużeniowej, czyli maksymalnej kwoty, jaką przedsiębiorstwo może pożyczyć na doskonałym rynku kapitałowym.

Branża, w której działa przedsiębiorstwo pośrednio przekłada się na strukturę kapitałów poprzez aktywa podmiotu. Większym zadłużeniem cechują się zazwyczaj branże kapitałochłonne. Na strukturę kapitału wpływ wywiera także rodzaj produkowanego przez przedsiębiorstwo wyrobu, a zwłaszcza jego unikalność (nietypowość). W przypadku likwidacji

spółki trudno jest znaleźć nabywców na wytworzone produkty i świadczone usługi, a zatem likwidacji będą towarzyszyć wysokie koszty bankructwa. Z tego względu przedsiębiorstwa wytwarzające produkty unikalne będą mniej skłonne do zwiększania zadłużenia, bowiem jego wzrost związany jest ze wzrostem ryzyka bankructwa. Jeżeli w ramach danej branży często dochodzi do bankructw, to skłania to do większego zaangażowania kapitałów własnych, gdyż wzrost udziału kapitału obcego determinuje wzrost ryzyka finansowego.

Z aspektem branży, w której działa przedsiębiorstwo oraz posiadaną przez niego wielkością aktywów związana jest amortyzacja. Rozumiana jest ona jako koszt, ale nie wydatek, a zatem nie pociąga za sobą wypływu pieniądza z przedsiębiorstwa. Można to wykorzystać w obszarze realizowanych przez przedsiębiorstwo inwestycji, a możliwości jej wykorzystania zależą od wielkości i struktury majątku oraz od zasad amortyzowania wynikających z obowiązujących przepisów.

2.2. Mikroekonomiczne determinanty struktury kapitału

Czynniki o charakterze mikroekonomicznym są zależne od przedsiębiorstwa, a zatem podmioty mają wpływ na ich występowanie i/lub stopień ich oddziaływania. Małe przedsiębiorstwa w początkowych fazach rozwoju bardzo często nie są w stanie pozyskać kredytów lub pożyczek na finansowanie działalności ze względu na posiadanie zbyt niskich zabezpieczeń, pomimo dysponowania przez nie bardzo dobrymi pomysłami mającymi odzwierciedlenie w dodatnich przepływach pieniężnych wykazywanych w biznesplanach. Wielkość przedsiębiorstwa może być mierzona dzięki wykorzystaniu informacji o wielkości sprzedaży lub poziomie aktywów. Małym podmiotom trudniej jest zabezpieczyć się przed bankructwem, niż podmiotom dużym, które mogą w tym celu np. zdywersyfikować produkcję. Ponadto większy udział długu w małych przedsiębiorstwach związany jest z większym prawdopodobieństwem bankructwa, niż w odniesieniu do podmiotów dużych, a nastąpienie bankructwa generuje u nich relatywnie wysokie koszty. Rozmiar przedsiębiorstwa oddziałuje również na stopień wykorzystania dźwigni finansowej, bowiem duże podmioty o wysokiej wartości rynkowej mają większe możliwości w zakresie kształtowania struktury kapitałowej. Uwzględniając powyższe można się spodziewać, iż wraz ze wzrostem przedsiębiorstwa będzie wzrastał udział długu. Potwierdzają to badania przeprowadzone przez K. Prądkiewicz i P. Prądkiewicz, które wykazały pozytywną korelację zachodzącą pomiędzy długiem odsetkowym a wielkością przedsiębiorstwa mierzoną przychodami i aktywami. Dodatkowo, przeprowadzone przez nich analizy dowiodły, że wyższej wartości majątku towarzyszy niższe zadłużenie ogółem. Może to być wynikiem tego, iż posiadanie dużego zaplecza materialnego przekłada się na osiąganie wyższych zysków, co zmniejsza potrzebę zaciągania długu (Prądkiewicz, Prądkiewicz 2014, s. 839). W myśl teorii hierarchii źródeł finansowania wyższy udział kapitału własnego powinny wykazywać podmioty cechujące się niższym tempem wzrostu, bowiem w odniesieniu do nich istnieje większa szansa na sfinansowanie projektów inwestycyjnych własnymi środkami. Odwrotnie wygląda sytuacja

w odniesieniu do przedsiębiorstw charakteryzujących się wysokim tempem wzrostu (Gajdka 2002, s. 310-311).

Na strukturę finansowania oddziałuje szereg różnorodnych czynników. M. Gostkowska-Drzewicka (2013, s. 61) zwraca uwagę, iż siła ich oddziaływania w znacznym stopniu zależy od specyfiki działalności. Przykładowo w przedsiębiorstwach deweloperskich podejmowane inwestycje wymagają zaangażowania znacznych nakładów w długim okresie czasu, co zazwyczaj przekracza możliwości pojedynczego inwestora, stąd w dużym stopniu angażowany jest kapitał obcy. W latach 2002–2012 w strukturze finansowania przedsiębiorstw deweloperskich przeważały kapitały obce i stanowiły 74% zaangażowanego kapitału ogółem. To oczywiście przekłada się na znaczny stopień ryzyka finansowego. Natomiast udział kapitału podstawowego w tych spółkach w badanym okresie zmniejszył się z poziomu 26 do 4%, przy czym nie towarzyszył temu spadek wartości kapitału podstawowego. W strukturze zobowiązań przeważały zobowiązania krótkoterminowe i rozliczenia międzyokresowe (70-80% kapitału obcego ogółem), a zatem inwestycje deweloperskie w tym czasie były głównie finansowane środkami nabywców. Taka praktyka została ograniczona przez wprowadzenie w 2012 roku ustawy o ochronie nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego, w związku z którą deweloperzy nie mogą już swobodnie korzystać z przedpłat nabywców. W konsekwencji można było zaobserwować w tej grupie przedsiębiorstw wzrost udziału dłużnych papierów wartościowych w strukturze finansowania (Gostkowska-Drzewicka 2013, s. 62–63, 66–67, 72).

Zyskowność (rentowność) podmiotu wywiera istotny wpływ na strukturę kapitałową, bowiem inwestorzy oczekują uzyskania określonej stopy zwrotu. Nieosiągnięcie jej przez przedsiębiorstwo zmniejsza możliwości dopływu zewnętrznego kapitału. W kontekście rentowności rozróżniane są dwa podejścia. Zgodnie z teorią źródeł finansowania większa zyskowność będzie determinować niższe zadłużenie, bowiem z wypracowanego zysku mogą być finansowane projekty inwestycyjne. Potwierdzają to przeprowadzone przez M. Barowicza (2013, s. 10) badania dla grupy 39 spółek akcyjnych dla lat 2000–2006. Natomiast w myśl teorii sygnalizacji posiadanie przez przedsiębiorstwa wysokiego udziału zadłużenia w strukturze kapitałowej wskazuje na ich dobrą kondycję finansową.

W literaturze przedmiotu można napotkać podejście, iż zmienność zysków jest powiązana z kształtowaniem dźwigni finansowej. W badaniach zostało dowiedzione, że gdy zyski plasują się na poziomie wyższym bądź niższym, niż przeciętna, to analogicznie kształtuje się dźwignia finansowa. A zatem w przedsiębiorstwach wykazujących stabilne zyski dźwignia finansowa powinna cechować się mniejszą zmiennością (Jerzemowska 1999, s. 59). Pomiar zyskowności może być dokonywany różnorako, np. jako rentowność kapitałów, rentowność majątku, rentowność sprzedaży.

Możliwości samofinansowania zależą od rentowności przedsiębiorstwa oraz preferencji właścicieli co do podziału zysku. Natomiast zwykle podwyższenie kapitału zakładowego jest możliwe przez każdą spółkę z zastrzeżeniem, że nowa emisja akcji może być przeprowadzona, gdy zostanie wpłacone przynajmniej dziewięć dziesiątych dotychczasowego

kapitału zakładowego (*Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych 2000*, Art. 431. § 3).

Z perspektywy właściciela przedsiębiorstwa wykorzystanie kapitału obcego w finansowaniu działalności zwiększa możliwości wzrostu rentowności kapitału własnego, jeżeli rentowność operacyjna aktywów jest wyższa od kosztu kapitału obcego. T. Dudycz (1998, s. 314–315) zauważa jednak, iż w sytuacji wystąpienia niekorzystnej koniunktury gospodarczej, gdy nastąpi spadek sprzedaży, a w konsekwencji obniżenie strumienia zysku, rentowność obcych kapitałów może przewyższyć rentowność kapitałów łącznych, natomiast wypracowane przez kapitał własny odsetki obniżą zysk operacyjny.

Elastyczność finansowa oznacza możliwość dostępu do różnych źródeł finansowania oraz wyboru pomiędzy nimi. Wyplacalne przedsiębiorstwa nie mają problemu z utrzymaniem płynności finansowej, a zatem banki chętnie uczestniczą w ich finansowaniu (Kowalik 2013, s. 22).

Rodzaj i struktura majątku powiązane są z branżą, w ramach której działa przedsiębiorstwo. Świadome kształtowanie tej struktury ma znaczący wpływ na sposób jego finansowania. Inwestorzy są bowiem zainteresowani tym, czy i w jakim stopniu posiadane przez podmiot aktywa mogą stanowić zabezpieczenie ich wiarygodności. Zatem możliwości zaciągnięcia długu w znacznym stopniu uzależnione są od aktywów mogących stanowić jego zabezpieczenie (np. hipoteka, zastaw). W myśl teorii kosztów agencji i teorii kosztów bankructwa większy udział długu w strukturze kapitałowej będą miały jednostki posiadające większe możliwości zabezpieczenia długu, a zatem przedsiębiorstwa wykazujące wysoki udział aktywów trwałych. Przeciwnych wniosków dostarcza teoria sygnalizacji, zgodnie z którą więcej kapitałów obcych powinny mieć podmioty posiadające znaczny udział aktywów niematerialnych pod postacią tzw. możliwości wzrostu, a mające trudności z przesłaniem na rynek informacji o swej atrakcyjności. Zatem mniejszy poziom zadłużenia będzie występował w przedsiębiorstwach posiadających znaczny udział rzeczowych aktywów trwałych (Gajdka 2002, s. 300).

Do zwiększenia zadłużenia na rzecz kapitału własnego może skłaniać niższy poziom kosztu kapitału będący wynikiem mniejszego ryzyka ponoszonego przez dawców kapitału. Innym czynnikiem są odsetki ujmowane w grupie kosztów finansowych i tym samym pomniejszające podstawę opodatkowania. Z drugiej jednak strony zwiększenie „lewarowania” powoduje wzrost ponoszonego przez akcjonariuszy ryzyka, a koszty związane z wykorzystaniem kapitału obcego wpływają na zmniejszenie wypłacanych dywidend.

Brak wystarczających zabezpieczeń zniechęca dawców kapitału do jego udostępniania. W takiej sytuacji istotnego znaczenia nabiera kredyt kupiecki będący źródłem finansowania działalności przedsiębiorstwa. Dostawcy bowiem kierują się innymi kryteriami oceny przedsiębiorstwa, aniżeli banki. Ustanowienia zabezpieczeń przykładowo nie wymaga faktoring. Dodatkowo nie oddziałuje on na zwiększenie zadłużenia, a zatem nie obniża zdolności kredytowej podmiotu w przeszłości (Kowalik 2013, s. 22).

Na udział poszczególnych instrumentów finansowania działalności przedsiębiorstwa oddziałuje także stopień sformalizowania procedur towarzyszących pozyskiwaniu środków. Przykładowo w Polsce nadal obserwuje się stosunkowo niewielki udział obligacji w strukturze kapitałów. Jest to najprawdopodobniej wynikiem stosunkowo skomplikowanego procesu ich pozyskiwania, który mógłby być porównany do emisji akcji na giełdzie. Instrumentem pozyskiwania kapitałów o niewielkiej ilości formalności jest kredyt handlowy (Kowalik 2013, s. 22). Ta jego cecha pozwala domniemywać ogromną popularność tej formy finansowania w Polskich przedsiębiorstwach. Uproszczona procedura pozyskiwania kapitału dotyczy również faktoringu i leasingu.

Nieodsetkowa tarcza podatkowa jest konsekwencją czynników obniżających podstawę opodatkowania innych, niż odsetki. Należy do nich zaliczyć amortyzację oraz ulgi inwestycyjne. Zatem wzrost zadłużenia w zaistniałej sytuacji niekoniecznie będzie prowadził do zmniejszenia wielkości płaconych przez przedsiębiorstwo podatków. Nieodsetkową tarczę podatkową można obliczyć jako relację amortyzacji do aktywów ogółem (D/TA). Innym sposobem jest ustalenie relacji ulg podatkowych do aktywów ogółem (ITC/TA) (Titman, Wessels 1988, s. 43).

Na wielkość i strukturę zadłużenia oddziałują przepływy pieniężne, bowiem na wolne środki pieniężne w znacznym stopniu wpływa przyjęta polityka dywidend, polityka inwestycji, jak również zyskowność podmiotu. Większe wydatki związane z dywidendami lub inwestycjami przekładają się na mniejszy wolny strumień gotówki oraz na mniejszą elastyczność finansową. Natomiast większa zyskowność i wolne przepływy pieniężne zmniejszają zapotrzebowanie na finansowanie zewnętrzne oraz obniżają koszty finansowania. Na zależność pomiędzy przepływami pieniężnymi a poziomem zadłużenia zwraca uwagę również J. van Horne zauważając, iż większe i stabilniejsze przepływy pieniężne zwiększają zdolność do zaciągania długu. A. Damodaran stwierdza, iż sytuacja taka sprzyja zwiększaniu finansowania długiem (Kowalik 2013, s. 22).

3. Struktura kapitału w procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa

Wartość przedsiębiorstwa determinowana jest szeregiem czynników (tzw. nośników wartości, generatorów wartości, czynników wartości). Jako jeden z pierwszych na czynniki wartości zwrócił uwagę A. Rappaport (1999, s. 65), który pierwotnie do jej głównych komponentów zaliczył: przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, stopę dyskontową oraz zadłużenie. Następnie wyodrębnił siedem podstawowych parametrów wartości (Rappaport 1999, s. 64–65): stopę wzrostu sprzedaży, marżę zysku operacyjnego, stopę podatku dochodowego, inwestycje w kapitał obrotowy, inwestycje w majątek trwały, koszt kapitału oraz okres wzrostu wartości.

Aspekty stopy dyskontowej, zadłużenia oraz struktury kapitałowej są ze sobą silnie powiązane, a mianowicie (Suszyński, Walczuk 2001, s. 61–62):

- struktura kapitałowa oddziałuje na wartość średniego ważonego kosztu kapitału służącego do szacowania zysku ekonomicznego, dodatkowej wartości wygenerowanej przez przedsiębiorstwo dla jego właścicieli,
- struktura kapitałowa decyduje o poziomie oraz zwrocie efektu dźwigni finansowej, który rzutuje na efektywność wykorzystania kapitałów własnych.

W klasycznym rozumieniu przyjmuje się, iż struktura kapitałowa oddziałuje na średnio ważony koszt kapitału. Dodatkowo zakłada się, iż każde przedsiębiorstwo posiada swoją własną optymalną strukturę kapitałową (tzw. docelową strukturę kapitałową) – czyli taką strukturę przy której koszt kapitału jest możliwie najniższy, a wartość przedsiębiorstwa wzrasta bądź pozostaje na niezmiennym poziomie. Takie podejście jest konsekwencją tego, iż minimalny poziom średniego ważonego kosztu kapitału oraz maksymalna wartość rynkowa występują przy tej samej strukturze. Niestety, jak dotąd nie został wskazany jeden, optymalny poziom struktury kapitałowej, który miałby zastosowanie dla każdego przedsiębiorstwa, stąd dla każdego winna być ustalana oddzielnie. Struktura ta będzie zatem uwzględniać indywidualne predyspozycje zarządzającego, a zatem będzie cechowała się pewnym stopniem subiektywności.

Ponieważ różny jest poziom ryzyka kapitałów własnych i obcych, to różny jest również koszt ich pozyskania. Nadmierny udział długu przełoży się na zwiększenie ryzyka akcjonariuszy, a zatem wzrośnie oczekiwana przez nich stopa zwrotu, która z perspektywy przedsiębiorstwa jest kosztem kapitału.

Kształtowanie struktury kapitałowej winno uwzględniać możliwości wykorzystania dodatniego efektu dźwigni finansowej, przejawiającego się tym, iż wraz ze wzrostem zadłużenia zwiększa się EPS oraz stopa zwrotu z kapitału własnego. Wystąpienie tego efektu jest możliwe jedynie wtedy, gdy oprocentowanie kapitału obcego jest wyższe od rentowności aktywów mierzonych zyskiem operacyjnym. Podsumowując, zwiększenie udziału kapitałów obcych oraz wykorzystanie pozytywnego efektu dźwigni finansowej pozytywnie przekłada się na wartość przedsiębiorstwa. Zaznaczenia jednak wymaga, iż zwiększanie udziału kapitałów obcych może przekładać się na powstanie zbyt dużych kosztów finansowych oraz prowadzić do utraty płynności finansowej. Zasadna staje się więc troska o kształtowanie optymalnej struktury kapitałowej.

Stopień oddziaływania struktury kapitału na wartość przedsiębiorstwa może być zbadany np. dzięki wykorzystaniu deterministycznego modelu wzrostu wartości przedsiębiorstwa stanowiącego rozwinięcie modelu Du Pont'a. Przyjmuje się, iż za jego pomocą możliwe staje się wskazanie czynników cząstkowych oddziałujących na wartość rynkową przedsiębiorstwa. Do czynników tych należy zaliczyć (Jaki 2012, s. 192): wartość księgową przedsiębiorstwa, wskaźnik „cena/zysk” (mnożnik zysku), stopę inwestycji, wskaźnik samofinansowania inwestycji, rotację aktywów, mnożnik kapitału własnego oraz stopę amortyzacji. Z wyjątkiem amortyzacji wszystkie zaprezentowane parametry znajdują się we wprost proporcjonalnej zależności z wartością rynkową. Intensywność oddziaływania wymienionych czynników na wartość rynkową przedsiębiorstwa jest także m.in. zróżnicowana sektorowo.

Badania przeprowadzone dla sektora budownictwo dla lat 2003–2009 wykazały, iż główną stymulantą wartości rynkowej przedsiębiorstw należących do tego sektora był w analizowanym okresie wzrost ich wartości księgowej (Bętkowska 2013, s. 30).

Uwagi końcowe

W opracowaniu zwrócono uwagę na aspekty związane z kształtowaniem struktury kapitału takie, jak: pojęcie kapitału, struktury kapitału i jej determinant, jak również oddziaływanie struktury kapitałowej na wartość przedsiębiorstwa, której kształtowanie od lat dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku jest jednym z podstawowych kryteriów wpływających na kształtowanie strategii rozwoju przedsiębiorstwa.

W Polsce nadal niestety decyzje dotyczące struktury kapitałowej podejmowane są w oparciu o subiektywne kryteria. Zasygnalizowane jej determinanty mają na celu ułatwienie zrozumienia czynników, które winny być rozpatrywane przy jej kształtowaniu, bowiem podejmowaniu decyzji kapitałowych winna towarzyszyć wysoka świadomość o stopniu ich oddziaływania na odchylenia od optymalnej struktury kapitałowej właściwej dla danego przedsiębiorstwa. Wiedza ta jest przydatna nie tylko dla zarządzających podmiotem, ale i dla innych grup stakeholders, np. inwestorów.

Ponieważ na funkcjonowanie przedsiębiorstw wpływ wywiera szereg czynników zarówno o charakterze makro- jak i mikroekonomicznym, to niezwykle trudno jest wskazać jednoznacznie determinanty najsilniej oddziałujące na strukturę kapitałową.

Literatura

- Barowicz M. (2013). Determinanty struktury kapitałowej w teorii cyklu życia przedsiębiorstwa. *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*, 5 (760).
- Bętkowska S. (2013). Wykorzystanie deterministycznego modelu wzrostu wartości przedsiębiorstwa w ocenie procesów kreowania wartości. *Przegląd Organizacji*, 5.
- Bliss C.J. (1975). *Capital Theory and the Distribution of Income*. North-Holland Publishing Company, Amsterdam-Oxford. New York: American Elsevier Publishing Co., Inc.
- Borowiecki R., Czaja J., Jaki A. (1998). *Strategia gospodarowania kapitałem w przedsiębiorstwie. Zagadnienia wybrane*. Warszawa–Kraków: TNOiK.
- Dudycz T. (1998). Analiza czynników kształtujących ryzyko wewnętrzne (własne) przedsiębiorstwa. W: J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym. Tom 2*. Łódź: KAiSP UŁ.
- Gajdka J. (2002). *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Gostkowska-Drzewicka M. (2013). Struktura finansowania przedsiębiorstw deweloperskich. *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*, 8 (763).
- Grzywacz J. (2012). *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.
- Jaki A. (2012). Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie – seria specjalna „Monografie”*, nr 215, Kraków: Wydawnictwo UEK.
- Jaki A. (2005). Pomiar efektywności w procesie zarządzania wartością przedsiębiorstwa. W: R. Borowiecki, A. Jaki (red.), *Zarządzanie restrukturyzacją przedsiębiorstw w procesie globalizacji gospodarki*. Warszawa–Kraków: AE w Krakowie – TNOiK.

- Janasz W. (2007). Determinanty struktury kapitałowej przedsiębiorstwa. W: K. Janasz, W. Janasz, J. Wiśniewska (red.), *Zarządzanie kapitałem w przedsiębiorstwie*. Warszawa: Difin.
- Jerzemowska M. (1999). *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Kowalik M. (2013). Determinanty struktury długu przedsiębiorstw. *Przegląd Organizacji*, 2.
- Megginsosn T.E., Weston J.F. (1997). *Corporate Finance Theory*. New York: Addison-Wesley.
- Michalski G. (2004). *Leksykon zarządzania finansami*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Prędkiewicz K., Prędkiewicz P. (2014). Wybrane determinanty struktury kapitału mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 802. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 65.
- Rappaport A. (1999). *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*. Warszawa: WIG-Press.
- Stradomski M. (2004). *Zarządzanie strukturą zadłużenie przedsiębiorstwa*. Warszawa: PWE.
- Suszyński C., Walczuk D. (2001). Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa w transakcjach finansowanych długiem. W: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*. Katedra Ekonomiki Przedsiębiorstw Uniwersytetu Gdańskiego, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Warszawa: Wydawnictwo CeDeWu.
- Titman S., Wessels R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, 43.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (t.j.), Dz.U. 2000, nr 94, poz. 1037.
- Wielka Encyklopedia PWN – T. 13* (2003). Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE IN A COMPANY

Abstract: *Purpose* – Goal of the following work is to present dependencies and conditions concerning determinants of capital structure together with their relationship to the effectiveness of enterprise value creation. Influence of the capital categories and various approaches concerning capital structure have also been accented.

Design/methodology/approach – Paper focuses on review of the subject literature and revealing the dependencies in the field of capital structure determinants.

Findings – The effect of the following work is emphasising the dependencies in the field of capital structure determinants, which constitutes a very important factor in enterprise operations financing.

Originality/value – Paper emphasises the dependencies between the partial problems that are part of capital structure shaping problem. Special attention has been paid to the factors influencing the capital structure. The reason was that in the literature a lot of emphasis is put on capital sources, their classification, methods of acquiring them and methods of economic calculation. On the other hand shaping of the capital structure is treated as a secondary issue.

Keywords: capital sources, capital structure, capital structure determinants

Cytowanie

- Bętkowska S. (2016). Determinanty struktury kapitału w przedsiębiorstwie. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82/1), 385–396. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/1-33.