



Gabriela Łukasik

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Finansów i Ubezpieczeń
Katedra Finansów Przedsiębiorstw i Ubezpieczeń
Gospodarczych
gabriela.lukasik@ue.katowice.pl

Daniel Naczyński

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Finansów i Ubezpieczeń
Katedra Finansów Przedsiębiorstw i Ubezpieczeń
Gospodarczych
naczynski@gmail.com

RELACJE KAPITAŁOWE PRZEDSIĘBIORSTW W POLSCE I WYBRANYCH KRAJACH EUROPEJSKICH

Streszczenie: Ważnym elementem funkcjonowania przedsiębiorstw jest wybór prawidłowej struktury kapitału z uwzględnieniem relacji kapitału pożyczkowego do kapitału własnego oraz udziału zadłużenia długoterminowego w źródłach finansowania. Wybór struktury kapitału zależy zarówno od zewnętrznych, jak i wewnętrznych uwarunkowań z założeniem, że każde przedsiębiorstwo indywidualnie kształtuje relacje kapitałowe, z uwzględnieniem stopnia akceptacji ryzyka finansowego. W artykule dokonano porównania głównych relacji kapitałowych przedsiębiorstw z wybranych państw europejskich z wyróżnieniem również zróżnicowania struktury kapitałowej w Polsce oraz oceną, która z teorii struktury kapitału dominuje w wyborach polskich przedsiębiorstw.

Słowa kluczowe: struktura kapitału, stopa procentowa, zadłużenie, obligacje.

Wprowadzenie

Wybór struktury kapitału jest jednym z głównych problemów decyzyjnych każdego przedsiębiorstwa. W rozważaniach dotyczących struktury kapitału, szeroko prezentowanych w literaturze, rozpatruje się wiele zagadnień związanych z: ryzykiem finansowym, oceną kosztu kapitału, rozwiązaniami podatkowymi, cechami współczesnych rynków finansowych, występującymi na nich konfliktami interesów i asymetrią informacji. W rozważaniach wyróżnia się nie tylko czynniki warunkujące wybory przedsiębiorstwa, ale i związek struktury kapitału z wartością, w rozumieniu zarówno wartości rynkowej, jak i ekonomicznej.

Ewolucja teorii struktury kapitału wskazuje, że wraz z różnym podejściem do teorii przedsiębiorstwa i jego finansów wyróżniono oraz wprowadzono nowe elementy działania przedsiębiorstwa decydujące o preferencjach w wyborze źródeł finansowania.

Celem artykułu jest analiza i ocena kierunków zmian struktury kapitału przedsiębiorstw z wybranych krajów europejskich oraz ogólna ocena sektorowego zróżnicowania relacji kapitałowych w polskich spółkach kapitałowych.

1. Podstawy wyboru struktury kapitału

Począwszy od 1958 r. oraz pojawienia się teorii Modiglianiego i Millera problem kształtowania struktury kapitału przedsiębiorstwa był przedmiotem licznych rozważań teoretycznych i badań empirycznych. Podnoszono problem znaczenia struktury kapitału w wyborach inwestorów i jego wpływ na wartość rynkową przedsiębiorstwa, analizowano czynniki kształtujące strukturę kapitału oraz poszukiwano optymalnej struktury kapitału.

Nie rozwijając szerzej problemu różnych teorii struktury kapitału i ich ewolucji, należy wyróżnić dwa podejścia – teorię substytucji (*Trade-off Theory*) i teorię hierarchii wyboru źródeł finansowania (*Pecking Order Theory*), wskazujące na odmienne rozumienie zakresu oraz potrzeb wyróżnienia wewnętrznych źródeł finansowania [Duliniec, 2001; Gajdka, 2002; Błach, 2009].

Teoria substytucji uwzględnia możliwości poszukiwania właściwych relacji: kapitał własny – kapitał pożyczkowy, zapewniających wyznaczenie optymalnej struktury kapitału, najkorzystniejszego kosztu kapitału i najwyższej wartości przedsiębiorstwa, z wyróżnieniem korzyści podatkowych wynikających z zastosowania kapitału pożyczkowego (odsetkowa tarcza podatkowa) [Iwin, 2003].

Wprowadzenie zobowiązań do struktury kapitałowej przedsiębiorstwa prowadzi do wzrostu poziomu ryzyka finansowego związanego z możliwością wystąpienia trudności w terminowym zwrocie długu oraz spłacie odsetek od pożyczonego kapitału. Po przekroczeniu pewnego poziomu zadłużenia (nazywanego krytyczną wartością długu) wzrasta ryzyko bankructwa, z którym związane jest ponoszenie znacznych kosztów [Myers, 1984, s. 575-592].

Zgodnie z teorią substytucji optymalna struktura kapitału to taka relacja kapitał własny – kapitał obcy, która zapewnia równowagę pomiędzy poziomem akceptowanego ryzyka i oczekiwanej stopy zwrotu, rozpatrywanej przez właścicieli, wierzycieli i potencjalnych inwestorów (różnie reagujących na zmianę ryzyka finansowego). Powinno to umożliwić uzyskanie najkorzystniejszego kosztu kapitału (WACC) i najwyższej wartości przedsiębiorstwa.

W ocenie struktury kapitału uwzględniającej cechy współczesnych rynków finansowych ważny jest problem asymetrii informacji warunkujący podejmowanie prawidłowych decyzji finansowych i inwestycyjnych. Spowodowało to wprowadzenie do wyborów dodatkowych elementów ryzyka i kosztów asymetrii informacji, związanych głównie z finansowaniem zewnętrznym (rynkowym) i oceną wyborów przedsiębiorstwa przez podmioty otoczenia (głównie rynku finansowego). Im wyższe ryzyko instrumentu finansowego w finansowaniu zewnętrznym, tym silniejsze występowanie kosztu asymetrii informacji. Ten element spowodował nieco odmienne podejście do możliwości rynkowego pozyskiwania kapitału, ograniczenie wykorzystania kapitału pożyczkowego i dążenia do utrzymania rezerw zdolności pożyczkowych, pozwalających skorzystać z ewentualnych dodatkowych możliwości inwestycyjnych [Chojnacka, 2012].

Dodatkowe koszty asymetrii informacji, ryzyko finansowe różnie oceniane przez interesariuszy (zgodnie z teorią sygnalizacji) stały się podstawą do sformułowania teorii hierarchii wyboru źródeł finansowania (*Pecking Order Theory*) i odejścia od klasycznego rozumienia optymalnej struktury kapitału [Kubiak, 2012, s. 243-251]. Ważne jest także dążenie do izolowania się od rynków finansowych i możliwość zwiększenia kontroli nad aktywami przez właścicieli.

W ocenie teorii hierarchii doboru źródeł finansowania optymalna struktura kapitału to taka relacja wewnętrznych i zewnętrznych źródeł finansowania, która umożliwia ograniczenie kosztów asymetrii informacji, zabezpiecza niezależność finansową, ograniczenie wpływu rynku finansowego na funkcjonowanie przedsiębiorstwa przy akceptowanej przez właścicieli polityki podziału zysku. Wybór struktury kapitału w tym ujęciu wymaga jednak uwzględnienia indywidualnych szans samofinansowania związanych ze specyficznymi cechami przedsiębiorstwa (ryzykiem operacyjnym) i rzeczywistą swobodą wyboru (samodzielnnością ekonomiczną).

Czynniki decydujące o wyborze struktury kapitału, niezależnie od sposobu rozumienia optymalnej struktury kapitału, można ocenić w dwóch układach: jako czynniki makroekonomiczne (zewnętrzne) i mikroekonomiczne (związane z indywidualnymi wyborami i zależne od przedsiębiorstwa). Czynniki zewnętrzne związane są ze stopniem rozwoju rynku finansowego, dostępnością do różnych instrumentów pozyskiwania kapitału i warunkami wejścia na określony segment rynku. Nie bez znaczenia pozostaje zakres interwencjonizmu państwa w gospodarce, stosowane metody i narzędzia regulacji w ramach prowadzonej polityki fiskalnej i monetarnej. Z punktu widzenia procesu pozyskiwania kapitału istotne są elementy makrootoczenia o charakterze ekonomicznym, prawnym i politycznym. Dostępność i koszt kapitału są bowiem w znacznym stopniu uza-

leżnione od czynników ogólnogospodarczych, w szczególności od: wzrostu gospodarczego, fazy cyklu koniunkturalnego, poziomu inflacji, rynkowych stóp procentowych, stopnia liberalizacji przepływów kapitałowych. Dla aktywności przedsiębiorstwa na rynku nie bez znaczenia są: zakres wolności gospodarczej, reguły gry ekonomicznej, kryteria wyboru, dobrowolność kontaktów z otoczeniem. Z punktu widzenia prawidłowej strategii finansowej ważna jest swoboda dysponowania kapitałem i jego alokacji na rynku, bez formalnych ograniczeń w dokonywaniu transakcji oraz swoboda zawierania umów.

Istotnym czynnikiem decydującym o wyborze rodzaju pozyskiwanego kapitału są rozwiązania podatkowe. Wymaga to wieloaspektowego ujęcia problemu w kilku obszarach uwzględniających zarówno elementy konstrukcji systemu podatkowego, jak i strategię podatkową przedsiębiorstwa. W ocenie przedsiębiorstwa podatki mogą być bowiem postrzegane zarówno w kategorii szans, jak i zagrożeń.

W tym kontekście pojawia się pytanie, czy uwarunkowania zewnętrzne różnicują strukturę kapitału na różnych rynkach o różnym stopniu rozwoju, łatwości dostępu do zróżnicowanych instrumentów pozyskiwania kapitału i różnym poziomem inflacji. Ważne jest również kształtowanie się stóp procentowych w powiązaniu z oprocentowaniem obligacji skarbowych, wyznaczających podstawę do ustalenia kosztu kapitału pożyczkowego.

Wewnętrzne czynniki wyboru struktury kapitału rozpatruje się indywidualnie, z uwzględnieniem specyficznych cech sfery realnej i związanego z tym ryzyka operacyjnego, w tym: wielkości przedsiębiorstwa, struktury aktywów, fazy rozwoju, pozycji rynkowej oraz postawy zarządu wobec zagrożeń rynku i związanego z tym ryzyka oraz aktualnej i docelowej struktury własnościowej. Czynniki te wpływają nie tylko na strukturę potrzeb kapitałowych, ale i możliwości elastycznego dostosowania działań do sytuacji rynkowej. Inne potrzeby kapitałowe na wcześniejszych etapach zgłaszają przedsiębiorstwa „dojrzałe”, inne przedsiębiorstwa rozwijające się.

Ryzyko operacyjne (*business risk*) traktuje się jako jeden z głównych czynników determinujących strukturę kapitału wskazując na związek pomiędzy poziomem ryzyka operacyjnego a poziomem zadłużenia. Przedsiębiorstwo o dużej zmienności zysku operacyjnego i przepływów z działalności operacyjnej narażone jest na wyższe ryzyko bankructwa przy danym poziomie zadłużenia. Ryzyko operacyjne wynika ze specyfiki sfery realnej, możliwości swobodnego kształtowania cen na rynku i szans dywersyfikacji kierunków działania oraz struktury kosztów w rozumieniu relacji: koszty stałe – koszty zmienne.

Źródeł zmian ryzyka operacyjnego można doszukiwać się w swobodzie wyboru trzech strategii: produktowej, cenowej i kosztowej, w powiązaniu z pozycją marketingową i konkurencyjną. Wpływa to na wrażliwość przedsiębior-

stwa i jego wyników finansowych na zmiany popytu, zmienność cen czynników produkcji, zdolność dostosowania cen sprzedaży do cen czynników produkcji czy też do wprowadzanych nowych produktów [Łukasik, 2010]. Elementy te określają stopień dźwigni operacyjnej, a tym samym stopień zmienności zysku operacyjnego w stosunku do zmian przychodów ze sprzedaży. Związek między ryzykiem operacyjnym a strukturą kapitału wiąże się więc z możliwościami spełnienia warunku dodatniego efektu dźwigni finansowej, ściśle związanego z dźwignią operacyjną.

Teorie struktury kapitału przyjmują, iż poziom zadłużenia rośnie wraz z wielkością przedsiębiorstwa. Wyższe zaangażowanie kapitału obcego w dużych przedsiębiorstwach w porównaniu do małych podmiotów wynika z kilku czynników. Duże przedsiębiorstwa zwykle prowadzą bardziej zdywersyfikowaną działalność operacyjną niż małe podmioty, a więc i w mniejszym stopniu są narażone na likwidację [Rajan, Zingales, 1995]. Większe bezpieczeństwo funkcjonowania przekłada się na niższe pośrednie koszty bankructwa, a więc i na większe możliwości zaciągania zobowiązań. Duże przedsiębiorstwa mają też relatywnie niższe bezpośrednie koszty emisji instrumentów finansowych (dłużnych i udziałowych), co daje im większą swobodę kształtowania struktury kapitału poprzez możliwość pozyskiwania środków finansowych z różnych źródeł.

Takie podejście może wskazywać na różne kształtowanie się struktury kapitału w ujęciu sektorowym (branżowym) zgodnie z tezą, że każde przedsiębiorstwo indywidualnie dokonuje wyboru źródeł finansowania w zależności od jego cech i potrzeb rozwojowych oraz akceptowanego poziomu ryzyka.

2. Porównanie zmian struktury kapitału wybranych państw europejskich

Dla oceny, w jakim stopniu zewnętrzne czynniki i uwarunkowania rynkowe decydują o zróżnicowaniu głównych wyznaczników struktury kapitału w przedsiębiorstwach przeprowadzono porównanie wybranych krajów europejskich w dwóch układach: państwa o rozwiniętych rynkach finansowych (tab. 1) i państwa środkowo-europejskie, o niższym stopniu rozwoju rynkowym (tab. 2). Porównano relacje odsetkowego kapitału obcego do kapitału własnego (D/E), udział zobowiązań długoterminowych oprocentowanych do ogólnego zadłużenia oprocentowanego.

Tabela 1. Porównanie zadłużenia przedsiębiorstw krajów rozwiniętych

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Austria									
1. Relacja D/E	0,69	0,78	0,73	0,66	0,69	0,74	0,75	0,81	0,84
2. Udział zadłużenia długoterminowego do zadłużenia ogółem	0,03	0,45	0,38	0,38	0,48	0,49	0,61	0,45	0,46
3. Zadłużenie sektora prywatnego jako % PKB	124,6	127,5	132,8	132,9	130,1	128,9	127,7	127,1	x
Belgia									
1. Relacja D/E	0,79	1,02	0,84	0,76	0,75	0,75	0,75	0,73	0,84
2. Udział zadłużenia długoterminowego do zadłużenia ogółem	0,73	0,74	0,84	0,79	0,78	0,76	0,74	0,75	0,73
3. Zadłużenie sektora prywatnego jako % PKB	134,4	162,2	164,8	161,7	174,1	186,8	161,8	157,3	x
Dania									
1. Relacja D/E	0,67	0,67	0,67	0,57	0,57	0,54	0,54	0,52	0,40
2. Udział zadłużenia długoterminowego do zadłużenia ogółem	0,55	0,58	0,63	0,64	0,66	0,61	0,61	0,57	0,56
3. Zadłużenie sektora prywatnego jako % PKB	208,4	222,5	233,3	222,1	227,6	225,5	218,7	220,2	x
Francja									
1. Relacja D/E	0,64	0,72	0,68	0,62	0,65	0,63	0,62	0,62	0,73
2. Udział zadłużenia długoterminowego do zadłużenia ogółem	0,58	0,58	0,60	0,61	0,59	0,58	0,59	0,63	0,69
3. Zadłużenie sektora prywatnego jako % PKB	115,6	122,2	130,5	131,8	135,3	138,6	137,9	143,2	x
Niemcy									
1. Relacja D/E	0,64	0,72	0,75	0,67	0,69	0,73	0,66	0,78	0,75
2. Udział zadłużenia długoterminowego do zadłużenia ogółem	0,67	0,66	0,73	0,71	0,67	0,70	0,74	0,70	0,67
3. Zadłużenie sektora prywatnego jako % PKB	110,7	109,4	112,9	107,1	103,6	102,7	103,0	100,4	x
Holandia									
1. Relacja D/E	0,58	0,65	0,57	0,59	0,59	0,63	0,65	0,60	0,61
2. Udział zadłużenia długoterminowego do zadłużenia ogółem	0,62	0,66	0,67	0,65	0,65	0,63	0,66	0,70	0,76
3. Zadłużenie sektora prywatnego jako % PKB	197,8	236,6	246,5	259,2	223,7	229,8	267,8	263,4	x
Norwegia									
1. Relacja D/E	0,75	0,85	0,76	0,74	0,78	0,77	0,73	0,74	0,86
2. Udział zadłużenia długoterminowego do zadłużenia ogółem	0,76	0,70	0,71	0,74	0,74	0,72	0,75	0,74	0,80
3. Zadłużenie sektora prywatnego jako % PKB	215,2	216,1	231,4	229,4	228	229	267,8	263,4	x

cd. tabeli 1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Szwajcaria									
1. Relacja D/E	0,60	0,60	0,51	0,44	0,62	0,59	0,48	0,51	0,60
2. Udział zadłużenia długoterminowego do zadłużenia ogółem	0,61	0,65	0,57	0,70	0,71	0,69	0,73	0,71	0,73
3. Zadłużenie sektora prywatnego jako % PKB	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Szwecja									
1. Relacja D/E	0,60	0,60	0,51	0,44	0,62	0,59	0,48	0,51	0,60
2. Udział zadłużenia długoterminowego do zadłużenia ogółem	0,64	0,64	0,66	0,65	0,64	0,63	0,64	0,65	0,70
3. Zadłużenie sektora prywatnego jako % PKB	168,9	180,9	202	189,9	191,3	192,5	192,4	194	x

Źródło: Na podstawie danych Eurostatu oraz z serwisu Bloomberg.

Tabela 2. Porównanie zadłużenia przedsiębiorstw krajów środkowoeuropejskich

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Polska									
1. Relacja D/E	0,44	0,52	0,46	0,44	0,48	0,45	0,44	0,46	0,43
2. Udział zadłużenia długoterminowego do zadłużenia ogółem	0,46	0,43	0,44	0,47	0,46	0,45	0,48	0,49	0,50
3. Zadłużenie sektora prywatnego jako % PKB	54,4	67,7	67,5	69,7	73,9	73,5	75,4	77,9	x
Słowacja									
1. Relacja D/E	0,13	0,45	0,24	0,11	0,10	0,10	0,21	0,50	0,65
2. Udział zadłużenia długoterminowego do zadłużenia ogółem	0,18	0,38	0,50	0,66	0,56	0,38	0,73	0,69	0,90
3. Zadłużenie sektora prywatnego jako % PKB	60,8	65,3	69,8	68,1	70,9	71,3	74,9	76,2	x
Słowenia									
1. Relacja D/E	0,53	0,83	0,89	0,87	0,85	0,78	0,59	0,62	x
2. Udział zadłużenia długoterminowego do zadłużenia ogółem	0,49	0,53	0,55	0,64	0,65	0,60	0,57	0,70	0,00
3. Zadłużenie sektora prywatnego jako % PKB	96,3	105,6	113,5	115,1	113,0	112,5	108,2	100,1	x
Czechy									
1. Relacja D/E	1,02	0,81	0,74	0,54	0,64	0,69	0,73	0,58	1,45
2. Udział zadłużenia długoterminowego do zadłużenia ogółem	0,57	0,64	0,73	0,93	0,79	0,67	0,82	0,76	0,56
3. Zadłużenie sektora prywatnego jako % PKB	57,5	63,7	66,0	68,1	68,6	71,0	74,1	72,7	x

cd. tabeli 2

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Węgry									
1. Relacja D/E	0,42	0,63	0,59	0,75	0,63	0,57	0,66	0,67	0,59
2. Udział zadłużenia długoterminowego do zadłużenia ogółem	0,51	0,47	0,46	0,57	0,67	0,56	0,58	0,55	0,71
3. Zadłużenie sektora prywatnego jako % PKB	94,2	105,6	117,1	115,6	114,9	102,0	95,2	91,3	x

Źródło: Na podstawie danych Eurostatu oraz serwisu Bloomberg.

Porównania wskazują na znaczne zróżnicowanie struktury kapitału z uwzględnieniem relacji długu do kapitału własnego oraz udziału zadłużenia sektora prywatnego w stosunku do PKB. Przedsiębiorstwa z krajów rozwiniętych cechuje wyższy poziom relacji kapitału pożyczkowego w stosunku do kapitału własnego. Związane jest to również z wyższym udziałem długu do PKB. Wskazuje to na akceptację wyższego poziomu ryzyka finansowego. Zauważa się wzrost udziału długu w stosunku do kapitału własnego w ostatnich latach (2012-2015), który waha się w granicach 0,84-0,86 w 2015 r. w Austrii, Belgii i Norwegii do 0,60-0,75 w Francji, Niemczech, Szwajcarii, Szwecji i Holandii. Najniższą relację długu do kapitału własnego można zaobserwować w przedsiębiorstwach w Danii, przy równoczesnym wysokim udziale ogólnego zadłużenia sektora prywatnego w stosunku do PKB. Relatywnie najwyższe zadłużenie w stosunku do PKB cechuje przedsiębiorstwa z takich państw, jak Norwegia i Holandia. Zróżnicowanie dotyczy również udziału długu długoterminowego do ogólnego zadłużenia (tab. 2 i 3). Takie kraje, jak Austria, Dania, Szwecja, Holandia, Szwajcaria wykorzystują udział zadłużenia długoterminowego w granicach 0,48-0,67, co wskazuje, że w dużym stopniu zadłużenie ma charakter krótkoterminowy, utrzymujący zachowanie płynności finansowej. Wysoki udział zadłużenia długoterminowego w granicach 0,70-0,80 cechuje takie kraje, jak Niemcy, Belgia, Holandia, Norwegia. Może to wskazywać na wykorzystanie kapitału pożyczkowego na finansowanie przedsięwzięć inwestycyjnych warunkujących rozwój firm.

W przedsiębiorstwach krajów rozwijających się (środkowo-europejskich) można zauważyć niższy udział długu w stosunku do kapitału własnego, dominującego w strukturze kapitału. Relacje te wahają się w granicach 0,43 (Polska w 2015 r.) do 0,65 Słowacja. W Czechach można zauważyć jedynie znaczny wzrost zadłużenia w roku 2015. Różna jest również relacja zadłużenia sektora prywatnego do PKB w porównaniu z krajami wysokorozwiniętymi. Interesujące wnioski można wysunąć również oceniając średnie dane w zakresie udziału kapitałów obcych długoterminowych do ogólnego zadłużenia (oprocentowanego).

W Polsce relacja ta kształtuje się na poziomie 0,46 i jest najniższa w stosunku do wszystkich badanych państw. Najwyższy wskaźnik w tym zakresie wykazują Czechy – 0,74 co odpowiada również tendencji wzrostu zadłużenia w tym państwie.

Ważne znaczenie dla wyboru źródła pozyskiwania kapitału odgrywa rynkowa stopa % (tab. 3).

Tabela 3. Średnioroczne podstawowe stopy procentowe publikowane przez banki centralne

Rok	Strefa euro	Czechy	Dania	Węgry	Polska	Szwecja	Szwajcaria
2007	3,84	2,86	4,11	7,80	4,40	3,46	2,55
2008	3,89	3,49	4,48	8,68	5,72	4,10	2,58
2009	1,26	1,53	1,83	8,60	3,78	0,65	0,38
2010	1,00	0,84	1,05	5,47	3,50	0,51	0,25
2011	1,25	0,75	1,27	6,05	4,23	1,76	0,25
2012	0,88	0,53	0,43	6,78	4,61	1,45	0,25
2013	0,55	0,05	0,23	4,36	2,94	0,99	0,25
2014	0,16	0,05	0,20	2,38	2,39	0,46	0,25
2015	0,05	0,05	0,06	1,64	1,58	-0,26	-0,23

Źródło: Na podstawie danych z banków centralnych poszczególnych krajów.

Zróznicowanie stóp procentowych pomiędzy krajami strefy euro i pozostałymi państwami wskazuje, że jest to ważny czynnik wpływający na wykorzystanie kapitału pożyczkowego. Wyższe stopy oprocentowania kapitału w Polsce i na Węgrzech mogą wpływać na wybory przedsiębiorstw, przy czym spadki stóp procentowych nie wpłynęły na istotne wzrosty wykorzystania kapitału pożyczkowego. Może to wskazywać na ciągłe obawy menedżerów do ponoszenia wyższego ryzyka, niepewności co do stabilizacji rynków lub ograniczone możliwości spełnienia oczekiwań kapitałodawców i zabezpieczenia ich interesów.

Preferowanie bezpiecznej struktury kapitału przez przedsiębiorstwa w krajach środkowo-europejskich, w tym w Polsce, występuje pomimo wzrostu znaczenia obligacji korporacyjnych jako instrumentu pozyskiwania kapitału. Wskazują na to dane dotyczące rozwoju rynku obligacji przedsiębiorstw w Polsce (tab. 4).

Tabela 4. Obligacje korporacyjne przedsiębiorstw w Polsce w latach 2007-2015

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Wartość obligacji przedsiębiorstw w mld PLN	13,87	14,94	12,16	17,58	24,19	31,40	37,80	52,70	63,90
Relacja obligacji przedsiębiorstw do PKB (%)	1,18	1,17	0,91	1,24	1,54	1,93	2,28	3,07	3,59

Źródło: Na podstawie danych Fitch Polska oraz danych GUS.

Szersze badania pozwalające na porównanie udziału rynku papierów wartościowych jako miejsca pozyskiwania kapitału w różnych krajach mogą wzbogacić znacznie materiał empiryczny i rozszerzyć wnioski dotyczące czynników różnicujących strukturę kapitału.

3. Branżowe zróżnicowanie struktury kapitału wybranych polskich przedsiębiorstw

Struktura kapitału jest w znacznym stopniu – jak już zaznaczono – uzależniona od specyfiki działania przedsiębiorstw. Wewnętrzne czynniki wpływają na znaczne zróżnicowanie relacji pomiędzy kapitałem pożyczkowym i własnym. Szczegółowe badania struktury kapitału w ujęciu sektorowym przeprowadzono w oparciu o szeroką próbę badawczą 286 przedsiębiorstw, reprezentującą zróżnicowane segmenty działalności, w latach 2008-2014 (tab. 5).

Tabela 5. Relacja kapitałów obcych do kapitałów własnych (wskaźnik D/E) spółek notowanych na GPW w Warszawie w ujęciu branżowym (na dzień 31 grudnia)

Branża	Skrót	Liczba spółek	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Hurt	H-HUR	24	77,9	64,0	73,9	63,9	63,8	74,1	81,1
Budownictwo	BUD	31	41,2	21,6	36,5	44,4	32,9	31,5	42,0
Media	MED	13	18,3	32,8	24,1	29,2	33,2	32,6	51,1
Spożywczy	SPO	23	79,0	100,8	88,8	88,5	64,3	46,3	50,4
Metalowy	MET	19	57,8	41,2	48,2	43,1	52,9	49,9	47,9
Handel detaliczny	H-DET	19	28,9	32,0	58,1	49,3	49,0	54,3	45,9
Elektromaszynowy	ELE	31	33,7	26,3	26,6	23,0	16,8	30,6	29,0
Usługi inne	USL	29	45,0	57,3	64,2	56,1	57,1	41,9	59,4
IT	IT	23	23,2	18,5	14,5	22,7	18,0	13,2	16,6
Materiały budowlane	MAT-B	14	54,4	44,4	59,3	64,3	68,5	51,2	45,2
Chemia	CHE	16	34,7	48,2	49,9	38,1	37,6	35,9	41,1
Paliwa	PAL	12	50,1	75,8	65,0	78,8	59,9	43,2	43,8
Drzewno-papierniczy	DRZ	8	38,2	41,2	56,0	63,7	63,2	78,1	64,6
Przemysł inny	PRZ-I	5	31,3	16,9	17,3	38,0	51,1	49,6	163,9
Deweloperski	DEW	5	166,9	84,7	112,8	99,1	62,3	64,0	74,0
Telekomunikacja	TEL	6	41,7	32,2	24,4	26,8	85,8	44,6	30,8
Przemysł lekki	PRZ-L	8	25,4	26,9	21,8	26,2	47,2	27,2	25,5
Średnia ważona			46,9	44,7	49,4	48,8	46,3	42,6	48,1

Źródło: Na podstawie danych z serwisu Bloomberg spółek notowanych na GPW.

Relacje kapitałów obcych do kapitałów własnych wykazują znaczne zróżnicowanie w ramach poszczególnych sektorów. Średnia wartość wskaźnika D/E w badanym okresie oscylowała w granicach ponad 46%. Powyżej średnich dla wybranej próbie badawczej charakteryzowały się sektory: drzewny, paliwowy, handel hurtowy, usługowy, spożywczy czy deweloperski. Są to branże o niższej kapitałochłonności, większej elastyczności działania, co pozwala łatwiej dostosować się do zmian otoczenia rynkowego. Z dokonanej analizy sytuacji finansowej w spółkach wybranej próby badawczej wynika, że spółki wybierają częściej oprocentowane krótkoterminowe kapitały obce. Można przyjąć, że spółki nie wykorzystują w pełni efektu dźwigni finansowej czy struktury kapitału kształtują na podstawie teorii hierarchii wyboru źródeł finansowania, co potwierdzają wyniki badań (tab. 6).

Tabela 6. Wyniki regresji dla próby badawczej

Zmienna	Estymator regresji dla parametrów modelu	Prawdopodobieństwo testowe „p”	R2
X ₁ – struktura aktywów	-0,22	0,00	0,52
X ₂ – rentowność	-0,03	0,03	
X ₃ – płynność	-0,04	0,02	
X ₄ – rozmiar przedsiębiorstwa	-0,01	0,04	
X ₅ – unikalność produkcji	+0,08	0,03	
X ₆ – tarcza podatkowa	+0,93	0,01	

W celu weryfikacji tej tezy wykorzystano model regresji liniowej, który posłużył do rozstrzygnięcia czy spółki wybranej próby badawczej postępują w myśl teorii hierarchii źródeł finansowania. Jako alternatywną teorię prezentuje się teorię substytucji źródeł finansowania. Rozważania na temat dominującej teorii finansowania przedsiębiorstw wybranej próby badawczej w latach 2008-2014 rozpoczęto od określenia czynników wpływających na wartość zadłużenia.

W celu zweryfikowania która teoria finansowania działalności jest dominującą dla polskiego rynku, przeprowadzono analizę wybranej próby badawczej wykorzystując model regresji liniowej.

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \dots + \beta_k X_{ik} + \xi_i$$

Jako zmienną objaśnianą (Y) przyjęto udział kapitałów obcych w finansowaniu działalności (wskaźnik zadłużenia ogółem). Za zmienne objaśniające przyjęto:

x₁ – strukturę aktywów,

x₂ – rentowność,

- x_3 – płynność,
 x_4 – rozmiar przedsiębiorstwa,
 x_5 – unikalność produkcji,
 x_6 – tarczę podatkową.

Wyniki modelu dla próby badawczej oraz wnioski z analizy ujęto w tab. 6 oraz 7.

Tabela 7. Czynniki kształtujące strukturę zadłużenia – wyniki analizy

Miernik	Teoria hierarchii źródeł finansowania przewidywana zależność	Teoria substytucji przewidywana zależność	Uzyskane wyniki (współczynniki regresji)
Struktura aktywów	↘	↗	(-0,22) ↘
Rentowność	↘	↗	(-0,03) ↘
Płynność	↘	↗	(-0,04) ↘
Rozmiar przedsiębiorstwa	↘	↗	(-0,01) ↘
Unikalność produkcji	↘/↗	↘	(+0,08) ↗
Tarcza podatkowa	↘/↗	↗	(+0,93) ↗

Prawdopodobieństwa testowe „p” dla zmiennych są istotnie różne od zera (współczynniki mniejsze od 0,05 – czyli przyjętego poziomu istotności). Ponadto estymatory regresji dla parametrów modelu wskazują na kierunek zależności, z jaką dana zmienna wpływa na zmienną objaśnianą. Wartościami ujemnie skorelowanymi okazały się zmienne X_1 – struktura aktywów, X_2 – rentowność, X_3 – płynność oraz X_4 – rozmiar przedsiębiorstwa. Oznacza to, że każdy wzrost tych czynników powodował spadek zmiennej objaśnianej (Y – zadłużenie przedsiębiorstwa). Zmienne X_5 – unikalność produkcji oraz X_6 – tarcza podatkowa skorelowane są dodatnio. Wartość prawdopodobieństwa testowego wyrażona za pomocą współczynnika „p” dla wszystkich zmiennych modelu wykazuje wartości mniejsze od 0,05, stąd też nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy o istotności wpływu badanej zmiennej na stopień zadłużenia przedsiębiorstwa.

Na podstawie analizy, w szczególności siły i kierunków zależności zidentyfikowanych zmiennych można uznać, że dominującą teorią finansowania działalności dla spółek próby badawczej jest teoria hierarchii źródeł finansowania. Fakt dominującej roli teorii hierarchii jest zgodny z wynikami obserwacji empirycznej w zakresie stopnia korzystania z kapitałów obcych do sfinansowania działalności przedsiębiorstw, co potwierdzają również oceny innych autorów [Chojnacka, 2012].

Podsumowanie

Przeprowadzone badania wskazują, że spółki w różnym stopniu reagują na zewnętrzne i wewnętrzne czynniki determinujące wybory w obszarze dominującej struktury kapitału. Nie bez znaczenia pozostaje również występowanie asymetrii informacji oraz dostępności do zróżnicowanych źródeł finansowania, co cechuje głównie kraje o słabo rozwiniętej jeszcze infrastrukturze rynkowej. Wymaga to równocześnie prowadzenia dalszych analiz i ocen pozwalających równocześnie weryfikować teoretyczne założenia dotyczące struktury kapitału z określeniem, czy w praktyce przedsiębiorstwa poszukują optymalnych relacji kapitałowych.

Nie bez znaczenia jest również ocena kosztu kapitału (WACC) w porównaniu z uzyskiwaną stopą zwrotu (ROI) pozwalającą określić możliwości nie tylko zabezpieczenia uzyskania pozytywnego efektu dźwigni finansowej ale i kreacji wartości dodanej dla właścicieli.

Literatura

- Bloomberg, <http://www.bloomberg.com> (dostęp: 13.03.2016).
- Błach J. (2009), *Ewolucja teorii struktury kapitału*, „Finanse”, nr 1.
- Chojnacka E. (2012), *Struktura kapitału spółek akcyjnych w Polsce w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania*, CeDeWu, Warszawa.
- Duliniec A. (2001), *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Eurostat, <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database> (dostęp: 13.03.2016).
- Fitch, Polish Non-Government Debt Market Reports, <http://www.fitchratings.com> (dostęp: 13.03.2016).
- Gajdka J. (2001), *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- GUS, <http://www.stat.gov.pl> (dostęp: 13.03.2016).
- Iwin J. (2003), *Podatkowa tarcza amortyzacyjna a wartość inwestycji rzeczowych przedsiębiorstw*, Rozprawy i Studia, nr 460, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Kubiak J. (2012) *Empiryczna weryfikacja teorii hierarchii źródeł finansowania przedsiębiorstw* [w:] H. Zadora, G. Łukasik (red.), *Finanse w niestabilnym otoczeniu – dylematy i wyzwania. Finanse przedsiębiorstw*, Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Wydziałowe, nr 107, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Katowice.
- Łukasik G. (2010), *Strategie finansowania rozwoju współczesnych przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Katowice.

Myers S.C. (1984), *Capital Structure*, "The Journal of Finance", No. 39.

Rajan R.G. i Zingales L. (1995), *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence From International Data*, "Journal of Finance", Vol. 50(5).

Stooq, <http://www.stooq.pl> (dostęp: 13.03.2016).

THE DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE CHANGES IN THE POLISH AND FOREIGN COMPANIES

Summary: The capital structure choice, with regard to the proportion of debt and equity and the application of long-term debt, belongs to the key decision areas in the corporate financial management.

The capital structure is determined by internal and external factors, including the individual capital structure preferences of each company and the level of accepted financial (bankruptcy) risk.

This paper presents the results of the cross-country study on the capital structure in chosen European countries. In particular, the capital structure of Polish companies was analyzed with regard to its determinants explained by the prevalent capital structure theory.

Keywords: capital structure, interest rate, debt, bond.