



Tom 33/2021, ss. 5-22  
ISSN 2719-4175  
e-ISSN 2719-5368  
DOI: 10.19251/ne/2021.33(1)  
[www.ne.mazowiecka.edu.pl](http://www.ne.mazowiecka.edu.pl)

---

**Jacek Grzywacz**

[jgrzywacz@sgh.waw.pl](mailto:jgrzywacz@sgh.waw.pl)

Mazowiecka Uczelnia Publiczna w Płocku

ORCID ID : <https://orcid.org/0000-0003-3127-9684>

## **ŹRÓDŁA I STRUKTURA KAPITAŁU W PRZEDSIĘBIORSTWIE – ILUZJA A RZECZYWISTOŚĆ**

**SOURCES AND STRUCTURE OF CAPITAL IN AN ENTERPRISE  
- ILLUSION VERSUS REALITY**

### **Streszczenie**

Struktura kapitału dotyczy wzajemnych relacji pomiędzy kapitałami własnymi i obcymi. Wiele dyskusji i polemik na ten temat potwierdzają, że relacje te mają istotny wpływ na funkcjonowanie jednostki, jej rozwój i uzyskiwane efekty. Różnie z kolei interpretowana jest sama kategoria kapitału, chociaż spotykane definicje mają pewne wspólne cechy. Tymczasem wydaje się, że istotą jest tu przynoszenie dochodu jego właścicielom, bez względu na formę, w jakiej występuje. Najczęściej dotyczy to środków pieniężnych. Struktura kapitału wiąże się ściśle z dźwignią

### **Summary**

The capital structure concerns the mutual relations between equity and foreign capital. Many discussions and polemics on this subject confirm that these relations have a significant impact on the functioning of an individual, its development and the results obtained. In turn, the very category of capital is interpreted differently, although the common definitions have some common features. Meanwhile, it seems that the essence here is to bring income to its owners, regardless of the form in which it occurs. Most often it concerns cash. The capital structure is

finansową. Zbyt często jednak niesłusznie przypisuje się tej kategorii rolę wręcz magiczną, chyba że magia będzie utożsamiana z iluzją.

**Słowa kluczowe:** kapitał, struktura, źródła kapitału, koszt, dźwignia finansowa

closely related to the financial leverage. Too often, however, this category is wrongly assigned an almost magical role, unless magic is equated with an illusion.

**Keywords:** capital, structure, capital sources, cost, financial leverage.

JEL codes: G21, G30, G32

## WSTĘP

Pomimo bogatego dorobku teoretycznego dotyczącego zasad kształtowania relacji pomiędzy różnymi formami finansowania działalności gospodarczej wydaje się, że nadal praktyka gospodarcza zdaje się rzadko potwierdzać fakt przywiązywania przez przedsiębiorców należytej uwagi do tego jednak ważnego problemu. Szczególnie jest to widoczne w mniejszych przedsiębiorstwach borykających się na co dzień z brakami kapitałowymi. Dotyczy to w dużym stopniu finansowania celów inwestycyjnych, bez których rozwój jednostki pozostaje jedynie pustym hasłem.

Dużą, niedocenioną nadal rolę w biernym podchodzeniu do zagadnienia struktury kapitałowej odgrywa nadal niewystarczający poziom edukacji i wiążąca się z tym niska świadomość przedsiębiorców wobec wagi tego problemu. Dochodzi do tego wreszcie stale towarzyszący motyw podążania za zyskiem, przy jakże częstym ignorowaniu elementarnych wręcz zasad odnoszących się do ryzyka finansowego. Ono z kolei związane jest bezpośrednio z podejmowaniem przez firmę zobowiązań oznaczających realną groźbę utraty suwerenności decyzyjnej przez przedsiębiorstwo. Jego wielkość nie ma tu praktycznie większego znaczenia.

Znaczna część różnorodnych teorii inspirowanych wynikami badań empirycznych potwierdza, że dobór przez przedsiębiorstwo źródeł finansowania ma kluczowe wręcz znaczenie dla jego rozwoju, z jednoczesnym zachowaniem bezpieczeństwa finansowego. Ta ciągła walka o zysk i rentowność inspirowana jest przez magię długu, który poprzez tzw. dźwignię finansową ma stanowić realną szansę na realizację strategicznych celów firmy, dla których wspólnym mianownikiem pozostaje od lat jej wartość. W takiej atmosferze z pewnym dystansem podchodzi się do roli kapitału własnego "zarzucając" mu stosunkowo wysoki koszt i osłabienie ogólnej rentowności.

**Celem** opracowania jest ocena realnego wpływu struktury finansowania przedsiębiorstwa na jego funkcjonowanie i rozwój. Bez względu bowiem na szereg poglądów i kontrowersji bezdyskusyjnie wydaje się znaczenie wzajemnych relacji kapitałowych w działalności firmy, postrzeganej przede wszystkim przez pryzmat jej przyszłości.

W żadnym razie nie należy oczywiście zapominać o jakże skrajnych podejściach do tego tematu, wskazujących z jednej strony na konieczność finansowania się głównie (a nawet w całości) kapitałem własnym, z drugiej zaś przypisując podstawową, jeśli nie jedyną rolę zobowiązaniom. O ile pierwsze rozwiązanie wydaje się mieć jedynie charakter teoretyczny, w drugim przypadku praktyka gospodarcza potwierdza, że nie jest to już jedynie teoria. Nie jest bowiem trudno wskazać na przedsiębiorcę, który swoją działalność finansuje w przeważającej (ponad 90%-tach) długiem. Jednoznaczna krytyka takiego podejścia wydaje się nie mieć uzasadnienia.

W każdym razie, realia gospodarcze wskazują na konieczność wypracowania swoistego kompromisu w relacjach pomiędzy własnymi środkami i długiem, zaś sam proces musi mieć charakter ciągły i uwzględniać konkretne przypadki. Nie ma przy tym uniwersalnego rozwiązania na ten kompromis, pomimo faktu nagromadzonych w literaturze wielu różnorodnych "inspirujących" pomysłów w tym zakresie. Pomysły te zbyt często mają "odrealniony" charakter, aby móc traktować je poważnie. Słowo "kompromis" powinno mieć wreszcie jedynie umowny charakter i musi wprost sugerować, konieczność ciągłego poszukiwania racjonalnego rozwiązania, uwzględniającego konkretny przypadek. Nawet w ramach tej samej grupy przedsiębiorstw, tej samej branży nie może być mowy o jednym, stałym kompromisie.

## **1. CZYM JEST KAPITAŁ**

Wbrew pozorom, kategoria kapitału nie ma jednej, wspólnej i powszechnie uznanej definicji. Jest ich z kolei wiele, często zresztą widać wzajemne powielanie różnych interpretacji kreowanych przez autorów. Należy jednak zauważyć, że ta różnorodność ma pewne cechy wspólne, oddające przynajmniej w ogólnym zarysie istotę kapitału i jego znaczenie w działalności przedsiębiorstwa. Niestety, zbyt wielu autorów, prezentując różne podejście akcentuje w swoich definicjach zaskakujące wręcz aspekty, które trudno jest powiązać z rzeczywistością gospodarczą [Grzywacz, 2015, s. 48].

Najczęściej kapitał jest utożsamiany z aspektem finansowym jako środki finansujące majątek przedsiębiorstwa. Na taki sposób ujmowania tej katego-

rii wskazuje np. J. Irwin-Garżyńska przytaczając definicję I. Fishera, zgodnie z którą kapitałem jest każdy zasób, wszystko, co ma wartość i służy produkcji dóbr i usług, co ma znaczenie dla wzrostu i rozwoju gospodarki [Garżyńska, 2005, s. 273]. Podstawą tej definicji jest wartość, czyli kategoria o charakterze finansowym. Za kapitał w ujęciu teoretycznym można zatem uznać kategorię ekonomiczną odpowiadającą wartości mającej zdolność do wzrostu, natomiast w sensie praktycznym – zasoby służące do procesu produkcji i wymiany [Garżyńska, 2009, s. 54].

Na funkcje wartości zwracał również kilkadziesiąt lat temu T. Orłowski, który wskazywał, że kapitał jest kategorią ekonomiczną odpowiadającą wartości mającej zdolność do wzrostu [Orłowski, 1998, s. 23].

Słuszne również wydaje się ujmowanie wartości nie tylko w kontekście kapitału, ale również całego przedsiębiorstwa. Dobrym przykładem może być propozycja A. Rzeczyskiej i G. Goławskiej-Witkowskiej, które wskazują na trzy rodzaje wartości przedsiębiorstwa [Rzeczycka i Goławska-Witkowska, 2009, s. 102]:

1. ekonomiczną, rozumianą jako zdolność do generowania wolnych przepływów pieniężnych,
2. majątkową, równą nakładom poniesionym na stworzenie od podstaw podmiotu gospodarczego (wartość historyczna i reprodukcyjna),
3. rynkową, będącą rezultatem relacji podaży i popytu w odniesieniu do przedsiębiorstwa lub jego części składowych.

Precyzyjne określenie wartości przedsiębiorstwa jest praktycznie niemożliwe, zwłaszcza że część szacunków ma tu niemierzalny, jakościowy charakter. Wydaje się przy tym za słuszne przyjmowanie, że kluczowe znaczenie ma tu wartość ekonomiczna, szacowana na podstawie bieżącej wartości przepływów pieniężnych realizowanych przez firmę w działalności operacyjnej. Konieczne jest również uwzględnienie szeroko ujmowanych składników intelektualnych, na przykład kwalifikacji kadry pracowniczej. Wymaga to oczywiście odrębnych, często szczegółowych analiz. Postrzegając firmę jako "wiązkę umiejętności" podkreśla się dużą rolę sposobu organizacji zasobów i metod zarządzania nimi, które z kolei same stają się zasobami. Jednak z uwagi na ich niematerialną naturę trudno jest zmierzyć wartość tych zasobów w kategoriach finansowych, a co za tym idzie również ich wpływ na wyniki przedsiębiorstwa. Taki wpływ oczywiście ma miejsce. Dlatego też, tradycyjne, zasobowe i finansowe pojęcie kapitału musi być rozszerzone o aspekt jakościowy, zwłaszcza że zasoby niematerialne mają nader istotny wpływ na pozycję rynkową przedsiębiorstwa i jego rozwój.

Tabela 1 ilustruje zarówno wspólne cechy definicyjne odnoszące się do kapitału, jak też różnorodność interpretowania tej kategorii.

**Tabela 1. Definiowanie kapitału**

Autor	Definicja
<b>A. Smith</b>	Kapitałem jest część zasobów, która przynosi właścicielom oczekiwany dochód. Jego produktywność pochodzi od produktywności tkwiącej w pracy i ziemi.
<b>I. Fisher</b>	Kapitałem jest istniejące bogactwo, zaś jego oczekiwana wartość jest zdyskontowanym i skapitalizowanym przyszłym dochodem z dóbr kapitałowych.
<b>J. Schumpeter</b>	Kapitał można traktować jak dźwignię umożliwiającą skuteczne wykorzystywanie wyników produkcji.
<b>J. M. Keynes</b>	Kapitał należy łączyć z wartością; jest to fundusz
<b>K. Marks</b>	Kapitałem jest zasób środków umożliwiający uzyskiwanie dochodu
<b>J. Czekaj Z. Dresler</b>	Wszystkie elementy, które występują po stronie pasywów w bilansie przedsiębiorstwa i stanowią źródło finansowania składników majątkowych zgromadzonych w przedsiębiorstwie.
<b>K. Jajuga</b>	Kapitał stanowią aktywa, które mogą być wykorzystywane do osiągania przyszłych korzyści, w tym wytworzenia innych aktywów.
<b>P.L. Bernstein</b>	Kapitał jest specyficzną kategorią ekonomiczną, która oznacza nagromadzone dobra (zasoby) służące do realizacji i rozwijania działalności gospodarczej, a cechuje się wartością mającą zdolność do wzrostu.

*Źródło: opracowanie własne oraz W. Gos, (2012), Kapitał oraz finansowanie działalności gospodarczej, Difin, Warszawa, s. 10.*

Mimo wszystko, śledząc treść wielu definicji odnoszących się do kategorii kapitału i sposobu postrzegania jej można przyjąć, że dosyć często mają one pewne wspólne, istotne cechy. Głęboka analiza tego zagadnienia ściśle uwzględniająca historię i rzeczywistość gospodarczą nakazuje wręcz łączenie kapitału z wartością i zasobem, przynoszącym dochód.

Można zatem śmiało podjąć próbę sformułowania wspólnej, uniwersalnej definicji, zgodnie z którą jest to zasób (dobro, majątek) który przynosi jego właścicielowi określone korzyści w postaci strumieni finansowych, których wyrazem jest dochód. I nie ma tu żadnego znaczenia dopatrywanie się różnic między np. majątkiem i zasobem, jeśli uwzględni się sedno tego, czym jest właśnie kapitał. Warto w tym miejscu sięgnąć do średniowiecza, w którym narodziła się jak wiadomo bankowość, czy też jej początki (XII wiek). Kapitał już wtedy był utożsamiany z kwotą pieniężną, która pożyczona przynosiła dochód, w postaci odsetek.

Warto również przytoczyć opinię J. Barburskiego, który zauważa, że zarówno w starożytności jak też obecnie pojęcie kapitału nie występuje samodzielnie i łączone jest przede wszystkim z takimi kategoriami jak dochód, zysk, procent oraz wartość [Barburski, 2019, s. 18]. Jak widać, kategoria wartości jest elementem wiążącym różne sposoby interpretowania kapitału. Można wreszcie przyjąć, że w każdym niemalże przypadku przytaczania różnych kategorii ekonomicznych ilustrujących istotę kapitału, on sam jest pojęciem pierwotnym.

Podsumowując, bez względu na sposób definiowania i traktowania kapitału oraz jego elementów ma on służyć realizowaniu przez przedsiębiorstwo podstawowego celu, jakim jest kreowanie jego wartości. Wartość jednostki jest z kolei kształtowana w znacznym stopniu – jak słusznie zauważa W. Bień – pod wpływem skali przewidywanych zysków, które powinny być realizowane z uwzględnieniem zapewnienia dalszej egzystencji i rozwoju firmy [Bień, 2018, s. 15]. Podejmowane decyzje powinny zatem przekładać się na wzrost zyskowności kapitałów własnych, a to z kolei jest uzależnione od szeregu czynników, wśród których kluczowe znaczenie ma umiejętne kształtowanie struktury kapitałowej, czyli udziału kapitałów własnych i obcych w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa. Chodzi oczywiście o finansowanie projektów rozwojowych poprzez realizowanie różnorodnych inwestycji. Nie należy oczywiście ignorować problemu kapitałowego w odniesieniu do bieżącego funkcjonowania jednostki, jednak w tym przypadku struktura kapitału ma nieco inny wymiar i należy ją wiązać głównie z bezpieczeństwem finansowym, którego synonimem jest płynność finansowa.

W każdym razie, podejmując próbę prostego, komunikatywnego zdefiniowania kapitału można z powodzeniem przytoczyć dosłownie słowa profesora Maksymiliana Pohonillego wypowiedziane do studentów w 1981 roku podczas wykładu w Szkole Głównej Planowania i Statystyki w Warszawie (obecna SGH), że *kapitał polega na tym, że kapitalista śpi, a jemu rośnie*. I właśnie o to chodzi.

## 2. GŁÓWNE RODZAJE KAPITAŁU I JEGO ŹRÓDŁA

Nawet pobieżna analiza treści szeregu publikacji na temat sposobów finansowania działalności przedsiębiorstwa wskazuje na ich szeroki i różnorodny charakter. Niestety, możliwości te mają w istotnym stopniu wymiar teoretyczny, co najmniej z dwóch powodów. Po pierwsze, prezentowane w literaturze różne formy kapitałowe nie znajdują pełnego odzwierciedlenia w treści ofert

instytucji finansowych, w tym głównie banków. Po drugie, aktywność i determinacja bankowców dotycząca gotowości wspierania finansowego przedsiębiorstw np. poprzez kredyty inwestycyjne, jest mocno "ostudzona" i wręcz iluzoryczna. Wynika to przede wszystkim z faktu podniesienia przez banki rangi ryzyka do poziomu nienotowanego od lat. A to z kolei przekłada się na wysoką marżę, mającą stanowić swoistą rekompensatę za ryzyko towarzyszące udzieleniu kredytu, zwłaszcza w okresie spowolnienia gospodarczego wywołanego zjawiskami kryzysowymi, w których jakże dużą rolę odgrywa COVID-19. W rezultacie historyczne, niskie poziomy stóp procentowych (WIBOR poniżej 1%) w żadnym razie nie oznaczają taniego kredytu. Wręcz przeciwnie.

Brakuje zatem w literaturze odniesienia do polskiej rzeczywistości gospodarczej, jej specyfiki, stosunkowo niskiego poziomu rozwoju rynku finansowego i wreszcie specyfiki polskich przedsiębiorstw, w tym poziomu edukacji finansowej.

Tradycyjne ujęcie kategorii kapitału wskazuje na potrzebę wyróżnienia jego dwóch, zasadniczych odmian:

1. kapitały własne,
2. kapitały obce.

Powyższa propozycja nie ma oczywiście w swojej istocie nowatorskiego charakteru. Wbrew pozorom jednak, takie rozróżnienie ma fundamentalne znaczenie w decyzjach dotyczących niemalże każdego przedsiębiorstwa realizującego cele rozwojowe. Rozstrzygnięcia zapadające na tym etapie mają decydujący wręcz wpływ na funkcjonowanie i rozwój jednostki i są uwarunkowane wieloma czynnikami, wśród których kluczowe znaczenie mają zysk, ryzyko i dostęp do określonego sposobu finansowania.

Oba wymienione rodzaje kapitału mają określoną specyfikę, rzutującą na uzyskiwane efekty, będące rezultatem wykorzystywania ich w praktyce gospodarczej. Dużo jest tu również polemiki i wręcz kontrowersji pojawiających się w dyskusjach nad sposobem doboru źródeł finansowania i kształtowaniem wzajemnych relacji między nimi.

Próbę określenia specyfiki kapitału własnego i obcego, postrzeganej przez pryzmat korzyści a także cech negatywnych ilustruje tabela 2.

**Tabela 2. Pozytywne oraz negatywne cechy kapitałów własnych i obcych**

Zalety	Wady
<b>Kapitał własny</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• jest zabezpieczeniem zwrotu kapitału wierzycielom</li> <li>• stymuluje stabilność finansową przedsiębiorstwa</li> <li>• umożliwia finansowanie projektów innowacyjnych obciążonych, jak wiadomo, większym ryzykiem</li> <li>• umożliwia wierzycielom udział w zyskach</li> <li>• korzystnie wpływa na płynność finansową</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• jest kosztowny (pomimo różnorodnych opinii na ten temat)</li> <li>• w przypadku ponoszenia przez firmę strat jego wartość maleje</li> <li>• w przypadku upadku bądź likwidacji przedsiębiorstwa roszczenia właścicieli są realizowane na końcu</li> </ul>
<b>Kapitał obcy</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• może stanowić tarczę podatkową poprzez wliczanie odsetek od kosztów i pomniejszenie podstawy opodatkowania (zysku)</li> <li>• umiejętnie wykorzystywany korzystnie wpływa na zyskowność firmy i poprawia strukturę finansowania</li> <li>• jest to elastyczne źródło finansowania, w zależności od planów rozwojowych przedsiębiorcy</li> <li>• uniezależnia przedsiębiorstwo od wpływu wierzyciela na firmę przez podejmowane decyzje</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• stosunkowo wysoki koszt</li> <li>• konieczność zwrotu wierzycielowi</li> <li>• skomplikowany proces udostępniania go przez wierzyciela, w tym konieczność ustanawiania przez firmę zabezpieczeń</li> <li>• zagraża płynności finansowej</li> <li>• pierwszeństwo wierzycieli przed właścicielami w przypadku upadku bądź likwidacji przedsiębiorstwa</li> </ul>

*Źródło: opracowanie własne.*

Wnioski zawarte w tabeli 2 mają dosyć umowny charakter, wydaje się jednak, że odzwierciedlają one w istotnym stopniu praktyczne cechy tych dwóch podstawowych kategorii kapitałowych. Naturalne wydaje się przy tym, że każda z tych cech wymaga niezależnej charakterystyki oraz interpretacji. Przykładem może być chociażby problem kosztu kapitału własnego, który jakże często w opinii wielu przedsiębiorców nie występuje i nie jest w ogóle brany pod uwagę w procesach decyzyjnych. Jakże często również słowo "koszt" budzi w tym wypadku zdziwienie i nie jest kojarzone z tym, z czym należy wiązać fakt angażowania własnych środków w działalność firmy.

Takie tradycyjne ujęcie rozróżniające kapitał własny i obcy ma oczywiście najbardziej z możliwych, ogólny charakter. Dopełnieniem tego są jeszcze dwie formy kapitałowe, zdecydowanie częściej występujące w literaturze niż w praktyce.

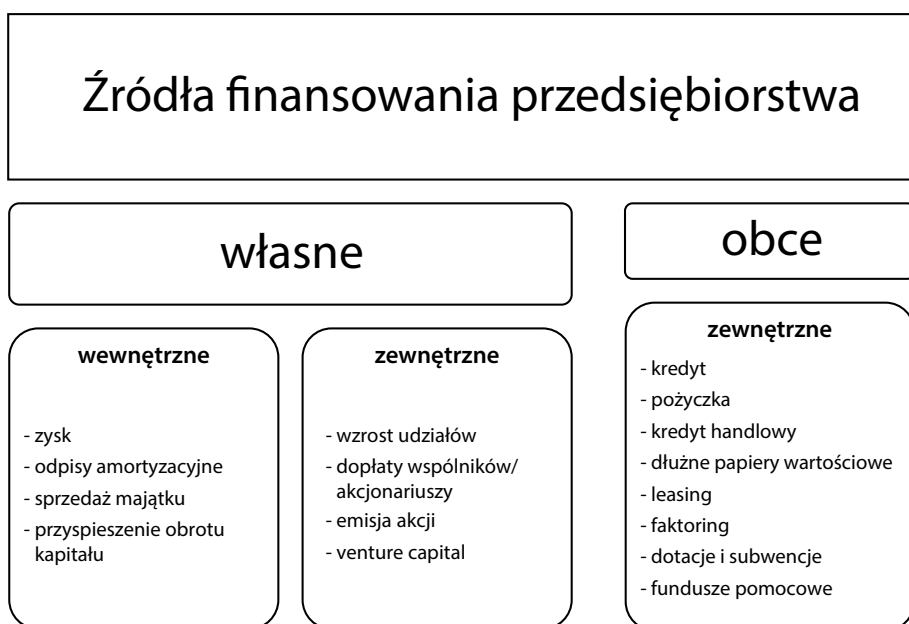
1. Hybrydowe źródła finansowania, reprezentujące bardziej zaawansowane i niekiedy egzotyczne rodzaje kapitału. Finansowanie to polega na wykorzystaniu instrumentów będących połączeniem tradycyjnych



form finansowania obcego z instrumentami pochodnymi (derywatami). Kapitał taki ma cechy zarówno kapitału własnego, jak i obcego. Przykładem mogą być obligacje zamienne na akcję, czy też obligacje z prawami pierwszeństwa, gdzie posiadacz takich walorów ma prawo do zakupu określonej ilości akcji nowej emisji przed dotychczasowymi akcjonariuszami. W gospodarce polskiej ta forma kapitału jest wykorzystywana bardzo rzadko i dotyczy większych przedsiębiorstw, dysponujących wykwalifikowanym personelem.

2. Kapitał niematerialny (najczęściej określany jako intelektualny), będący wyrazem czynników jakościowych (niemierzalnych), na przykład kwalifikacje kadry pracowniczej, rozwiązania informatyczne, czy też logistyczne.

Podział na kapitały własne i obce wiąże się bezpośrednio ze źródłami finansowania działalności. Przykładem tego jest rysunek 1.



**Rysunek 1. Uprozczone ujęcie źródeł pozyskiwania kapitału**

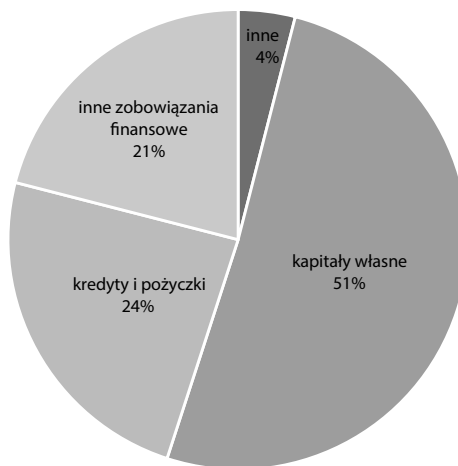
*Źródło: opracowanie własne.*

Pomimo oczywistego wręcz charakteru treści rysunku 1 należy zauważyć, że dosyć często pojawiają się tu różnorodne polemiki. Dotyczą one np. klasyfikowania faktoringu, który według niektórych autorów jest formą kapitału zewnętrznego, ale o charakterze własnym. Innym przykładem mogą być jakże

bezproduktywne dyskusje dotyczące klasyfikowania zysku i kwestionowania jego kapitałowego charakteru. Nie umniejszając treści tego rodzaju dyskusji wydaje się, że pozbawione są one racjonalnych podstaw przytaczanych argumentów i dlatego należy je odnosić jedynie do aspektów czysto teoretycznych. Potwierdza to stanowczo rzeczywistość gospodarcza, dla której np. klasyfikowanie faktoringu nie ma praktycznie większego znaczenia. "Całe szczęście", że przynajmniej zgodni jesteśmy wobec faktu, że jak słusznie zauważa E. Chojnacka, kapitał zewnętrzny pochodzi od innych podmiotów posiadających nadwyżkę finansową lub odstępujących kapitał rzeczowy [Chojnacka, 2012, s. 25].

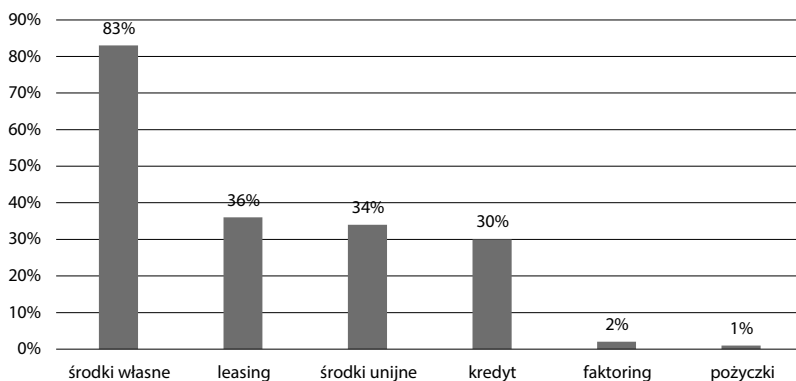
Odnosząc powyższe uwagi do Polski i praktyki gospodarczej należy zauważyć, że przedsiębiorstwa dosyć tradycyjnie podchodzą do zagadnienia związanego ze źródłami kapitału. Istotną rolę odgrywa tu oczywiście koszt finansowania i wiedza samego przedsiębiorcy.

Jak potwierdzają różnorodne badania, nadal zasadniczym źródłem kapitału są środki własne i kredyt. Ilustrują to rysunki 2 i 3.



**Rysunek 2. Formy finansowania polskich przedsiębiorstw w strukturze pasywów w 2020 r.**

*Źródło: badania własne autora, Związek Banków Polskich, GUS.*



**Rysunek 3. Źródła finansowania sektora małych (w tym mikro) przedsiębiorstw w Polsce w 2020 r.**

*Źródło: jak w rysunku 2.*

Śledząc wyniki różnorodnych badań i danych statystycznych trudno oprzeć się wrażeniu braku jednolitości, nawet wobec tej samej grupy przedsiębiorstw, nie wspominając już o ujęciu branżowym. Z drugiej strony jednak bez względu na charakter dostępnych źródeł widać wyraźnie duże znaczenie zarówno źródeł własnych, jak też kapitału obcego. Nie ma tu oczywiście żadnego odkrycia. Zdecydowanie jednak należy podkreślić konieczność uwzględnienia kilku istotnych kwestii.

**Po pierwsze**, tradycyjnie, od lat podstawowym źródłem finansowania przedsiębiorstw polskich są kapitały własne. Decydujące znaczenie ma tu wypracowany zysk, który jednak finansuje przede wszystkim działalność bieżącą. W niewielkim stopniu natomiast służy realizowaniu inwestycji. Jest to przede wszystkim widoczne w mniejszych firmach.

**Po drugie**, analizując sposoby pozyskiwania kapitału fundamentalną wręcz wydaje się konieczność uwzględnienia wielkości przedsiębiorstwa. Jedynie wtedy istnieje realna szansa zobiektywizowaniu wniosków wobec rzeczywistości gospodarczej. Na przykład, udział zysku w finansowaniu rozwoju jest w większych przedsiębiorstwach zdecydowanie wyższy w porównaniu do firm mikro.

**Po trzecie**, ważne jest uwzględnienie etapów rozwoju przedsiębiorstwa. Przykładowo, rozpoczynając działalność, przedsiębiorcy poza środkami własnymi dużą wagę zwracają na programy rządowe i środki unijne. Poza tym, zainteresowani są możliwościami związanymi z rynkiem private equity, a zwłaszcza tzw. *aniołami biznesu*, czyli osobami indywidualnymi dysponują-

cym zasobami pieniężnymi i poszukującymi sposobów zainwestowania w dobre, rozwojowe pomysły. Chodzi zatem głównie o startupy.

**Po czwarte**, wartość przedsiębiorstwa kreowana jest, jak wiadomo poprzez jego rozwój. A to z kolei oznacza konieczność podejmowania inwestycji. Dlatego też, analizy dotyczące sposobu finansowania działalności gospodarczej muszą uwzględniać kapitał służący finansowaniu inwestycji. Niestety, wiele danych statystycznych prezentowanych przez różnorodne instytucje nie wyróżnia środków finansujących działalność bieżącą firmy i rozwojową.

### 3. STRUKTURA KAPITAŁU I JEJ ZNACZENIE

Zarówno bogaty dorobek teoretyczny jak też doświadczenia gospodarce przedsiębiorstw potwierdzają duże znaczenie, jakie ma ustalenie właściwych proporcji pomiędzy kapitałem własnym i obcym. Można jednocześnie przyjąć tezę sformułowaną przez G. Michalskiego, że zagadnienie optymalnej struktury kapitałowej jest zaliczane do najtrudniejszych problemów finansowych, z jakimi musi się mierzyć zarząd przedsiębiorstwa [Michalski, 2010, s. 143]. Wiąże się to bowiem z zyskownością prowadzonej działalności, oddziaływującą z kolei na kreowanie jego wartości. Zagadnienie to jest również ściśle związane z problemem ryzyka zagrażającego stabilności finansowej jednostki i dotyczy głównie zachowania płynności finansowej.

Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na trzy ważne kwestie.

**Po pierwsze**, pomimo wielu różnorodnych publikacji i badań dotyczących struktury kapitałowej trudno jest doszukać się gotowych reguł i prosto ujętych wzorów umożliwiających jednoznaczne określenie proporcji między źródłami finansowania firmy.

**Po drugie**, dosyć często w sposób niezrozumiały używa się terminu "optymalna" struktura kapitałowa, co ma oznaczać wybór najlepszego wariantu z możliwych. Pojęcie to ma jednak nader jakościowy, subiektywny wymiar i w żaden sposób nie może mieć stałego, jednoznacznego charakteru. Nawet w przypadku jednego, tego samego przedsiębiorstwa opinie na temat optymalnego rozwiązania jakże często są zróżnicowane wśród kadry kierowniczej.

**Po trzecie**, zarówno świat nauki, jak też sami przedsiębiorcy, często różnią się poglądami wobec struktury kapitałowej. W tym miejscu należy zwrócić uwagę na dwa skrajne podejścia. W pierwszym przypadku dotyczy to zwolenników finansowania przedsiębiorstw głównie kapitałem własnym, bez zobowiązań długoterminowych. Mówi się nawet wprost o wykorzystywaniu jedynie źródeł własnych, co oczywiście jest daleko idącym uproszczeniem,

z punktu widzenia rzeczywistości gospodarczej. Głównym argumentem takiego podejścia jest motyw zapewnienia bezpieczeństwa finansowego. W drugim podejściu, również skrajnym mówi się o korzyściach finansowania i wręcz potrzebie finansowania przedsiębiorstwa głównie (jeśli nie jedynie) długiem. Bez trudu zresztą można taką sytuację spotkać w praktyce.

Jednoznaczna krytyka tych dwóch rozwiązań mija się z celem, gdyż przedstawione w obu przypadkach argumenty mają dosyć często racjonalne podstawy. Mało tego, w wielu przypadkach zapewniają one konkretnym przedsiębiorcom realizację tego, co zamierzają osiągnąć.

Próba zdefiniowania pojęcia struktury kapitałowej wskazuje na różnorodność podejścia do tej kwestii, a tym samym brak jednoznaczności. Wśród tych poglądów warto zwrócić uwagę na trzy spotykane podejścia [Grzywacz, 2015, s. 61].

1. Ograniczenie pojęcia „struktury” jedynie do kapitału stałego (kapitał własny i zobowiązania długoterminowe).
2. Sprowadzanie struktury kapitału do kapitału zainwestowanego, obejmującego wyłącznie oprocentowany dług i kapitał własny. W odniesieniu do zobowiązań uwzględnia się zatem jedynie te, które oznaczają dla przedsiębiorcy realny koszt w postaci właśnie odsetek (np. kredyt inwestycyjny).
3. Ujmowanie struktury kapitału przez pryzmat struktury papierów wartościowych dłużnych i wierzycielskich wyemitowanych przez przedsiębiorstwo. Ten przypadek ma dosyć skrajny charakter, pomimo uzasadniania go konkretnymi argumentami.

Opisane podejścia mogą być niezłą inspiracją do różnorodnych analiz (tak też się dzieje), w ograniczonym stopniu wyjaśniają jednak istotę problemu i w gruncie rzeczy są niewiele przydatne. Mają one zbyt uproszczony charakter i dosyć luźno wiążą się z praktyką gospodarczą.

Dlatego wydaje się, że strukturę kapitału należy wiązać wprost z całą strukturą finansowania, czyli stroną pasywną bilansu. Bez większego znaczenia jest przy tym wielkość i charakter firmy. Dotyczy to również kapitału krótkoterminowego, pomimo że przeciwnicy takiego podejścia wskazują na ciągłą rotację tego rodzaju zobowiązań. Błędem jest również stwierdzenie, że kapitał ten w długim okresie nie ma istotnego wpływu na strukturę i wielkość kapitału jakim dysponuje przedsiębiorstwo.

Nawiązując ponownie do pojęcia *optymalna struktura kapitału* podaje się tu różne argumenty, wśród których można wyróżnić:

- maksymalizowanie rentowności własnej służącej kreowaniu wartości przedsiębiorstwa,
- minimalizowanie tzw. średnio ważonego kosztu kapitału,
- zagwarantowanie kontroli nad firmą przez ich właścicieli.

Powyższe hasła mają dosyć ogólny charakter i np. w małym przedsiębiorstwie często nie wzbudzają konkretnych skojarzeń. W każdym razie, bez względu na ilość elementów składających się na optymalizowanie struktury kapitałowej tym, co ma łączyć jest fundamentalny wymóg zachowania bezpieczeństwa finansowego. Jakże często się o tym zapomina, zwłaszcza wtedy, gdy głównym argumentem jest podążanie za zyskiem.

Kształtowanie struktury kapitałowej jest w przedsiębiorstwie uwarunkowane wieloma różnorodnymi czynnikami, które warto rozpatrywać przez pryzmat wielkości firmy, jej doświadczenia, a przede wszystkim jakości kadry, którą dysponuje. Dotyczy to oczywiście również mikroprzedsiębiorstw z jednym pracownikiem, będącym jednocześnie właścicielem jednostki. Czynniki, o których mowa, można ująć w dwóch zasadniczych kategoriach – mikroekonomiczne i makroekonomiczne. Ilustruje to tabela 3.

**Tabela 3. Czynniki mające wpływ na kształtowanie struktury kapitału w przedsiębiorstwie**

Mikroekonomiczne (wewnętrzne)	Makroekonomiczne (zewnętrzne)
<ul style="list-style-type: none"> <li>• wielkość przedsiębiorstwa</li> <li>• poziom rentowności</li> <li>• charakter majątku, w tym stopień jego płynności</li> <li>• specyfika branży i produktu</li> <li>• przepływy pieniężne oraz ich wartość</li> <li>• relację pomiędzy pracownikami a kadrą kierowniczą i właścicielem</li> <li>• rozwiązania technologiczne</li> <li>• umiejętność wykorzystywania instrumentów finansowych</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• koszt kapitału i jego dostępność</li> <li>• otoczenie ekonomiczne</li> <li>• uwarunkowania prawne</li> <li>• regulacje podatkowe</li> <li>• system bankowy i jego stosunek wobec przedsiębiorstw (zwłaszcza małych)</li> <li>• polityka państwa, w tym programy rządowe wspierające finansowo przedsiębiorstwa, nie tylko o charakterze doraźnym</li> </ul>

*Źródło: opracowanie własne.*

Podsumowując, kształtowanie relacji pomiędzy różnymi źródłami finansowania powinno uwzględniać kilka kluczowych zasad:

- konieczność zachowania bezpieczeństwa finansowego (chodzi głównie o płynność finansową),
- zyskowność kapitałów własnych,

- utrzymanie "w ryzach" ryzyka, którego zabezpieczeniem są kapitały własne,
- zagwarantowanie niezależności i samodzielności finansowej przedsiębiorstwa, aby decyzje podejmowane przez właściciela nie były zależne od wierzycieli (dawcy kapitału),
- kształtowanie pozytywnego obrazu finansowania z punktu widzenia postrzegania go przez otoczenie przedsiębiorstwa.

Można przyjąć, że wspólnym mianownikiem w problemie kreowania korzystnych relacji kapitałowych jest w przedsiębiorstwie kategoria dźwigni finansowej, wyraźnie ilustrująca efekty podejmowanych decyzji.

#### **4. ILUZORYCZNOŚĆ MAGICZNEGO ZNACZENIA DŹWIGNI FINANSOWEJ**

Stabilność finansowa, a tym samym bezpieczeństwo finansowe jest uwarunkowane niemalże w decydującym stopniu mocną pozycją kapitału własnego. Rzadko jednak zdarza się, zwłaszcza w mniejszych jednostkach, aby przedsiębiorstwo posiadało tak wysokie nadwyżki środków pieniężnych, aby pokrywały one wszystkie potrzeby kapitałowe. Dlatego, przy realizowaniu celów rozwojowych koniecznością jest sięganie do źródeł obcych, wśród których nadal podstawowym pozostaje kredyt.

Wykorzystując kapitały obce firmy liczą na realizację wyznaczonych celów, dla których kluczem jest wzrost sprzedaży i tym samym zysku. Efekt ten można uzyskać wówczas, gdy koszty obsługi długu liczone stopą procentową (odsetki) są niższe od rentowności całego majątku (kapitałów całkowitych). Zwiększa się wówczas rentowność kapitałów własnych. Ważny jest również fakt, że odsetki od kredytu, wliczane do kosztów zmniejszają podstawę do opodatkowania. Słusznie zatem wskazuje się na pozytywny efekt tarczy podatkowej.

Kształtując zatem odpowiednią proporcję pomiędzy kapitałami własnymi i obcymi uzyskuje się dodatkowy efekt w postaci wzrostu rentowności kapitałów własnych i takie zjawisko zwykło się określać **dźwignią finansową**.

Ekonomicznie uzasadniony wzrost kapitałów obcych i uzyskany dzięki temu pozytywne oddziaływanie dźwigni określane jest w literaturze mianem **lewarowania zysku** – mały kapitał własny – małe koło zębate – kieruje dużym kapitałem o charakterze obcym – duże koło zębate.

Tyle teorii. Jak wygląda zatem praktyka? Ona z kolei zdaje się potwierdzać realność oddziaływania dźwigni na kreowanie zysku i rentowności własnej.

Relacja ta nie ma jednak w żadnym razie uniwersalnego charakteru nawet w przypadku, gdy spełnione są warunki określone w założeniach prezentowanych w literaturze. Mowa jest tam o trzech przypadkach:

1. rentowność całkowita jest większa od kosztu długu,
2. rentowność całkowita jest identyczna jak koszt długu,
3. rentowność całkowita jest mniejsza od kosztu długu

Powszechnie przyjmuje się założenie, że pierwsze dwa przypadki wskazują na pozytywne efekty zadłużenia się właśnie poprzez oddziaływanie dźwigni. Trzeci przypadek eliminuje ją. Tymczasem praktyka gospodarcza skutecznie weryfikuje optymizm wobec pierwszych dwóch sytuacji. Chodzi głównie o drugi przypadek, w którym w żadnym razie nie należy zakładać, że zaciągnięcie np. kredytu wpłynie w efekcie na pozytywne stymulowanie własnej rentowności. Takie automatyczne założenie można uznać za iluzję. Należy również wziąć pod uwagę, że niektórzy autorzy poddają w ogóle wątpliwość istnienie pozytywnego efektu dźwigni finansowej. Warto tu przytoczyć np. badania prowadzone przed kilkadziesiąt latami przez J. Barburskiego dotyczącymi związku pomiędzy strukturą kapitału przedsiębiorstwa a jego wynikami empirycznymi [Barburski, 2007, s. 16]. Błędem jest jednak automatyczne negowanie pozytywnego znaczenia dźwigni finansowej. Praktycznie rzecz ujmując, każdy przypadek wymaga oddzielnej, szczegółowej analizy.

Kategoria ta ma pewne pozytywne efekty, ale jak już zauważono nie występują to żadne, uniwersalne zasady.

Warto natomiast stale mieć na uwadze zagrożenia związane z dźwignią.

1. Występowanie jej zwiększa ryzyko, co oznacza większe odchylenie zwrotu rzeczywistego od przewidywanego (efekt ten jest negatywny w sytuacji, kiedy rzeczywisty zwrot jest niższy od oczekiwanego).
2. Podwyższenie wskaźnika dźwigni prowadzi do zwiększenia kosztów kapitału obcych, które do pewnego poziomu wskaźnika są stałe, zaś po jego przekroczeniu zaczynają wzrastać.
3. Negatywne efekty powstają w sytuacjach, kiedy koszt kapitału obcego jest wyższy od rentowności majątku.

Jak dowodzi praktyka, wiara w magiczną moc dźwigni finansowej ma miejsce szczególnie w sytuacji, gdy w momencie zadłużania się przedsiębiorstwo notuje wysoki poziom rentowności całkowitej, przekraczający bez trudu koszt podejmowanego zobowiązania. Jakże często graniczy to z hazardem, gdzie pogoń za zyskiem kreowanym przez dług doprowadza firmę do upadku. Jakże często wreszcie są to firmy rentowne, które wcześniej zbagatelizowały



konieczność zachowania fundamentalnej zasady odnoszącej się do bezpieczeństwa finansowego.

## 5. PODSUMOWANIE

Mało skuteczne wydają się spory o to, jakim kapitałem przedsiębiorstwo powinno finansować cele rozwojowe. Każde jednoznaczne stanowisko jest bowiem stosunkowo łatwo podważyć. Z drugiej strony, spory te potwierdzają, że kształtowanie wzajemnych relacji pomiędzy, ogólnie ujmując kapitałem własnym i obcym jest ważne. Dotyczy to bowiem fundamentalnego celu, którym jest kreowanie wartości jednostki, bez względu na to, jaką ma wielkość i charakter.

Nie należy również automatycznie negować skrajnych stanowisk odnoszących się do finansowania firmy jedynie kapitałem własnym bądź jedynie długiem. Rzeczywistość gospodarcza potwierdza bowiem fakt funkcjonowania obu rozwiązań, chociaż nie jest to oczywiście zjawisko powszechne.

Sporo kontrowersji widać również przy próbie określenia, czym jest struktura kapitałowa i jakich rodzajów pasywów, a zwłaszcza zobowiązań dotyczy. Twierdzi się na przykład, że w przypadku długu należy uwzględniać jedynie ten, który wiąże się dla przedsiębiorcy z kosztem, w postaci odsetek. Dosyć często również ze struktury kapitału wyklucza się zobowiązania krótkoterminowe. I znowu rzeczywistość gospodarcza skutecznie negatywnie weryfikuje tego rodzaju stanowiska

Nie należy oczywiście kwestionować walorów naukowych takich dyskusji, brakuje w nich jednak praktycznej wiedzy funkcjonowania przedsiębiorstwa "od środka".

Pozostaje wreszcie kwestia dźwigni finansowej. Jej istnienie nie podlega dyskusji. Dyskusyjne jest natomiast przypisywanie jej pozytywnych efektów w każdej sytuacji, pod warunkiem zachowania teoretycznie ujmowanych relacji pomiędzy rentownością całkowitą i kosztem długu, którego jakże częstym wyrazem jest zaciągnięty w banku kredyt. Wiara w magię dźwigni finansowej przenosi się na czysty hazard inspirujący do ciągłego zadłużania się przedsiębiorstwa i "odwiecznego" motywu którym jest zysk. Czym to się kończy, obserwujemy praktycznie każdego dnia.

Warto również zauważyć, że szacując efekty dźwigni finansowej należy brać jedynie te rodzaje zobowiązań, których koszt może być zaliczany do kosztów działalności przedsiębiorstwa (koszty uzyskania przychodów). Nie dotyczy to np. kredytów finansujących bieżące potrzeby firmy, czy też poży-

czek uzyskiwanych w bankach, bez względu na ich charakter (np. pożyczki hipoteczne), wielkość i cel, na które są przeznaczone. Warto przy tym zauważyć, aby w przypadku właśnie pożyczki finansującej cele inwestycyjne nastąpiła wreszcie korekta w obowiązujących przepisach (w tym rachunkowych), umożliwiającą realne wykorzystywanie przez przedsiębiorców efektów tarczy podatkowej.

## Literatura

Barburski J. (2007), *Struktura finansowania i jej wpływ na ekonomiczną efektywność działalności przedsiębiorstwa*, w: Zarządzanie finansami: zarządzanie ryzykiem i kreowanie wartości, t. 2, red. D. Zarzecki, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin.

Barburski J. (2019), *Struktury finansowania przedsiębiorstw w Polsce na tle wybranych krajów Unii Europejskiej*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków.

Bień W. (2018), *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa.

Chojnacka E. (2012), *Struktura kapitału spółek akcyjnych w Polsce w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania*, CeDeWu, Warszawa.

Grzywacz J. (2015), *Kredyt w ukształtowaniu struktury kapitałowej przedsiębiorstwa*, w: Struktura kapitału w przedsiębiorstwie w warunkach ekspansji kryzysu i zjawisk upadłościowych, [red.] J. Grzywacz, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.

Iwin-Garżyńska J. (2005), *Kapitał – kategoria finansowa*, w: Finanse przedsiębiorstwa [red.] P. Karpuś, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin, za: I. Fisher, *The Nature of Capital on Income*, Macmilan, New York 1906.

Iwin-Garżyńska J. (2009), *Struktura finansowania a struktura kapitału*, w: Wybrane zagadnienia finansów przedsiębiorstw, red. A. Adamczyk, PWE, Warszawa.

Michalski G. (2010), *Wprowadzenie do zarządzania finansami przedsiębiorstw*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.

Orłowski T. (1998), *Nowy leksykon ekonomiczny*, Oficyna Wydawnicza Graf-Punkt, Warszawa.

Rzeczycka A. (2009), Goławska-Witkowska G., *Struktura kapitału a wartość przedsiębiorstwa*, w: Dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie, red. J. Ostaszewski, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.