

Jacek Grzywacz

PRZYDATNOŚĆ TEORETYCZNYCH ZASAD KSZTAŁTOWANIA STRUKTURY KAPITAŁU W PREDSIĘBIORSTWIE

Wprowadzenie

Jednym z wiodących problemów dotyczących działalności przedsiębiorstw jest właściwe kształtowanie relacji pomiędzy pozyskiwanymi źródłami finansowania. Jest to zagadnienie, gdyż struktura kapitału ma bezpośredni wpływ na rentowność jednostki, a także skalę ponoszonego ryzyka. Wcale zresztą nie jest łatwo pogodzić te dwa elementy, zaś uzyskiwany w praktyce kompromis właśnie pomiędzy zyskiem i ryzykiem zawsze jest pewną niewiadomą wobec trafności podejmowanych decyzji. Nie ulega przy tym wątpliwości, że dobrym sprzymierzeńcem są tu doświadczenia praktyczne przedsiębiorstw. Bezwzględnie jednak należy stale brać pod uwagę dorobek teoretyczny w tym zakresie, on bowiem znakomicie ułatwia zrozumienie nader przydatnych relacji jakie stale zachodzą pomiędzy różnorodnymi kategoriami ekonomicznymi w firmie, stymulującymi efekty funkcjonowania. Dowodzą tego podane w opracowaniu przykłady niektórych poglądów.

1. Różnorodność pojęciowa dotycząca struktury kapitału

Trudno jest w sposób syntetyczny pogrupować najważniejsze wnioski wynikające z funkcjonowania teorii na temat struktury kapitału. Wiele jest bowiem opinii dotyczących tej sfery działalności przedsiębiorstwa, różnie także akcentuje się poszczególne elementy kształtujące tę strukturę.

Dosyć często, mówiąc o strukturze kapitału, wskazuje się na **strukturę źródeł finansowania**, czyli prawą (pasywną) stronę bilansu przedsiębiorstwa. W tym ujęciu określa się relację zachodzącą pomiędzy kapitałami obcymi a własnymi. Niektórzy natomiast ograniczają ten problem do **struktury kapitału stałego**, czyli kapitału własnego

i zobowiązań długoterminowych. Argumentem takiego podejścia jest założenie, że kapitał krótkoterminowy podlega ciągłej rotacji i w długim okresie nie ma znaczącego wpływu na wielkość kapitału w przedsiębiorstwie i jego strukturę.

Według innych z kolei należy posługiwać się definicją **kapitału za-inwestowanego**, obejmującego wyłącznie oprocentowany dług oraz kapitał własny.¹

Znane jest również pojęcie **optymalnej struktury kapitału**, która zapewnia osiągnięcie optymalnej równowagi pomiędzy ryzykiem i korzyściami finansowymi. Korzyści te oznaczają:²

- minimalizację tzw. średniego ważonego kosztu kapitału (WACC)
- maksymalizację wartości podmiotu,
- maksymalizację zysku lub wskaźnika zysk/kapitał własny (ROE).

Dokonując analizy struktury kapitałowej oblicza się w praktyce wartości różnorodnych wskaźników finansowych, np.:³

- zobowiązania ogółem/kapitał własny,
- zobowiązania ogółem/aktywa ogółem,
- zobowiązania długoterminowe (lub krótkoterminowe) aktywa ogółem,
- kapitał własny/aktywa ogółem.

Wykorzystując do takiej analizy wartości księgowe zawarte w bilansie, twierdzi się, że są one arbitralne i mogą niejednokrotnie odbiegać od bieżących wartości rynkowych składników aktywów bądź pasywów. Używanie jednak wartości rynkowych ma również pewną wadę. Wartości te mogą bowiem podlegać zniekształceniu, m.in. poprzez nagłe zmiany krótkoterminowych oczekiwań inwestorów, wahania na giełdach papierów wartościowych czy też nacisk zarządu na osiągnięcie krótkoterminowych zysków.⁴

Należy zauważyć, że w dalszym ciągu nie ma wypracowanej jednolitej teorii struktury kapitału. Na jej kształtowanie wpływa bowiem wiele różnorodnych czynników. Warto jednak zwrócić uwagę na dwie grupy teorii:

1. statyczne,
2. dynamiczne.

Teoria **statyczna** (zwana również teorią rynku doskonałego) zakłada, że dana jest wartość kapitału, niezbędna do finansowania przedsiębiorstwa, a głównym problemem jest ustalenie optymalnej struktury.

¹ A. Cwynar, W. Cwynar, *Optymalizacja struktury kapitału i kalkulacja kosztu kapitału spółki*, w: *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków*, red. M. Panfil, Difin, Warszawa 2008, s. 57.

² S. Jędrasek, *Pojemność zadłużeniowa jako instrument kształtowania struktury kapitału*, Świętokrzyskie Centrum Edukacji na Odległość, Zeszyty Naukowe nr 8/2010, s. 349.

³ J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, SGH, Warszawa 2012, s. 126

⁴ M. Kędzior, *Międzynarodowa struktura kapitału przedsiębiorstw*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 134.

Przyjmuje się tu, że przedsiębiorstwo dąży do znalezienia docelowego wskaźnika poziomu zadłużenia.

Teorie **dynamiczne** zakładają zmienność wartości kapitału, który jest niezbędny w przedsiębiorstwie. Kluczowym zagadnieniem staje się natomiast kolejność pozyskiwania różnych źródeł kapitału.⁵ Do tej grupy teorii zalicza się np.:

- teorie związane z pojemnością zadłużenia przedsiębiorstw, które uwzględniają koszty bankructwa,
- teorię kolejności źródeł finansowania,
- teorię agencji.

Biorąc pod uwagę czynniki wpływające na strukturę kapitału, można wyróżnić:

- teorie podatkowe, w skład których wchodzi np. teoria Modiglianiego-Millera,
- teorie niepodatkowe, jak np. teoria kosztów bankructwa, teoria kosztów agencji, teoria asymetrii informacji.

Nie ulega wątpliwości, że podstawą współczesnych, nowoczesnych teorii jest dorobek F. Modiglianiego i M.H. Millera, zaś ich model zwany jest w skrócie **modelem M-M**. Pomimo że model ten zawierał założenia, które w praktyce nie są spełnione, stał się punktem wyjścia wielu rozważań i dyskusji wyjaśniających istotę struktury kapitału.

Na bazie tego modelu ukształtowała się wspomniana wcześniej statyczna teoria substytucji (*Static Trade of Theory*). Model ten uwzględnia występujące w rzeczywistości **koszty trudności finansowych**, przez co przybliży teorię do rzeczywistych warunków panujących w gospodarce, chociaż należy pamiętać, że badania empiryczne dowodzą, że dość słabo odzwierciedla ona rzeczywistość.

Interesującym, alternatywnym modelem jest **teoria hierarchii źródeł finansowania**, zwana również teorią kolejności „dziobania”, określająca preferencje dotyczące wyboru kapitałów o odmiennym charakterze. Nazwa ta pojawiła się po raz pierwszy w literaturze w latach 60. XX wieku. Według tego typu podejścia menedżerowie podejmują decyzję według pewnego schematu, zaś kwestia osiągnięcia docelowej struktury jest sprawą drugorzędą. Mimo że propozycja ta wydaje się nieco intuicyjna i mało naukowa, studia empiryczne dowodzą, że teoria ta znajduje dosyć silne odzwierciedlenie w praktyce gospodarczej.

Ciekawą syntetyczną próbę określenia teorii dotyczących struktury kapitału w przedsiębiorstwie przedstawili Michael J. Barclay oraz Clifford W. Smith. Według tych autorów istnieją trzy podstawowe kategorie polityki finansowej przedsiębiorstwa:⁶

- teoria podatkowa (zapoczątkowana w modelu M-M),

⁵ K. Janasz, W. Janasz, J. Wiśniewski, *Zarządzanie kapitałem w przedsiębiorstwie*, Difin, Warszawa 2007, s. 52

⁶ M. J. Barclay, C. W. Smith, *The determinants of corporate leverage and dividend Policies*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1995, Vol.7, No. 4.

- teoria kosztów informacyjnych,
- teoria kosztów kontraktowych.

W ramach tych grup występują dwie podstawowe, wymienione już, teorie dotyczące struktury kapitału: teoria substytucji oraz teoria hierarchii źródeł finansowania, zaliczana do tzw. teorii wyboru.

Podsumowując, widać, że praktycznie nie jest możliwe określenie jednolitej zasady kształtowania optymalnej struktury kapitału w przedsiębiorstwie. Pomocne mogą być tu jednak pewne uniwersalne kryteria, które warto brać pod uwagę w każdym przypadku podejmowania decyzji finansowej. Wydaje się, że takimi kryteriami są przede wszystkim:

- zapewnienie płynności finansowej,
- dążenie do wzrostu korzyści udziałowców, np. poprzez wzrost zyskowności kapitałów własnych.

Prawdziwą sztuką jest zatem utrzymanie racjonalnego kompromisu pomiędzy zyskiem i ryzykiem. Chodzi głównie o ryzyko finansowe kreowane przez określony poziom zadłużenia w przedsiębiorstwie. Wzrost tego zadłużenia prowadzi do wzrostu zyskowności, oczywiście przy spełnieniu określonych założeń. Ryzyko i zysk idą zatem cały czas w parze, zaś optymalna struktura kapitału ma dla każdego przedsiębiorstwa indywidualny wymiar. Powszechnie obowiązująca zasada, że udział długu nie powinien przekraczać 50% w strukturze kapitału ogółem, wydaje się racjonalnym wyznacznikiem zasad finansowania przedsiębiorstwa. Praktyka jednak często potwierdza odstępstwa od tej reguły, przynoszące zresztą różne efekty.

2. Pierwsze teorie dotyczące struktury kapitału

Choć za prekursorów teorii struktury kapitału powszechnie uznani są Franco Modigliani i Merton Miller, w rzeczywistości pierwsze próby opisanego zjawiska pojawiły się już w 1952 roku, zaś ich autorem był Durand. W swoim artykule podjął on, jak dotąd, pierwszą próbę opisanego zjawiska zależności pomiędzy kosztem kapitału a jego strukturą.⁷ Głównym podmiotem zainteresowania Duranda był koszt kapitału własnego i obcego pozyskiwanego przez przedsiębiorstwo. Do rozważań nad tą kwestią skłoniły go zmiany, jakie zaobserwowano w strukturze kapitału spółek amerykańskich, polegające na wyraźnym preferowaniu w finansowaniu zatrzymanych zysków oraz kapitału pozyskanego z emisji obligacji. Mimo że Durandowi nie udało się tak naprawdę wyjaśnić problemu przedstawionego w tytule jego

⁷ Artykuł zatytułowany był *Cost of debt and Equity Funds for Business. Trends and problem of Measurement* (Koszt długu i kapitału własnego dla biznesu, trendy i problemy mierzenia). Patrz: J. Gajdka, *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersyteu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 66

pracy, to wnioskom, które wyciągnął, późniejsi badacze nadali miano „pierwotnych teorii struktury kapitału”. Punktem wyjścia w tych rozważaniach była sformułowana przez niego teza, że szacowanie kosztu kapitału jest tożsame z mierzeniem wartości przedsiębiorstwa. Jednocześnie za najwłaściwszy sposób wyceny uważał Durand dyskontowaną metodę dochodową.

Wykorzystywana w tej metodzie stopa dyskontowa, uwzględniająca zarówno stopę odsetek jak i ryzyko, powinna równać się oczekiwanej stopie zwrotu, która przez inwestorów może być utożsamiana z kosztem kapitału. W swoich rozważaniach Durand skoncentrował się zasadniczo na trzech podejściach mierzenia wartości spółek metodą dochodową:

- metoda zysku operacyjnego,
- metoda zysku netto,
- metoda tradycyjna (kompromisowa).

Wszystkie trzy podejścia opisują relację pomiędzy strukturą kapitału a wartością spółki w gospodarce, bez uwzględnienia podatku dochodowego. Warto zauważyć, że teorie te nie były zgodne wobec problemu relacji pomiędzy wielkością długu a kosztem kapitału i wartością rynkową spółki.

Zgodnie z teorią **zysku operacyjnego** wartość spółki jest niezależna od proporcji pomiędzy kapitałem własnym a kapitałem obcym. Zmieniająca się struktura kapitału powoduje jedynie zmiany w zakresie obciążenia ryzykiem poszczególnych grup inwestorów. Wraz ze zmianą struktury kapitału stały pozostaje koszt kapitału obcego oraz średnioważony koszt kapitału, natomiast zmianie ulega koszt kapitału własnego (wraz ze wzrostem udziału kapitału obcego rośnie koszt kapitału własnego, gdyż rośnie ryzyko w przeliczeniu na akcję i tym samym oczekiwana stopa zwrotu). Należy jednak zauważyć, że zgodnie z opinią Duranda zależności te zachodzą jedynie pod warunkiem, że przedsiębiorstwo rozsądnie korzysta z kapitałów obcych i nie istnieje bezpośrednie ryzyko bankructwa.

Teoria **zysku netto** zakłada z kolei, że wzrost udziału kapitału obcego ma pozytywny wpływ na wzrost wartości przedsiębiorstwa, dzięki wykorzystaniu efektu dźwigni finansowej. Duże znaczenie ma zatem struktura kapitału, przy założeniu jednak stałości kosztu kapitału obcego i własnego. Koszt finansowania ze źródeł obcych jest niższy od kosztu kapitału własnego, co skłania do zastępowania kapitału własnego obcym.⁸ W efekcie maleje WACC.

Pewnym kompromisem pomiędzy tymi dwiema koncepcjami jest **metoda tradycyjna**. Zgodnie z nią wzrost zadłużenia powoduje wzrost rynkowej wartości spółki, jednak do momentu, kiedy inwestorzy wy-

⁸ D. Zawadzka, *Struktura kapitału przedsiębiorstwa*, w: *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, red. A. Bielawska, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 91

kazują jeszcze popyt na instrumenty dłużne. Wraz z zadłużeniem rośnie także koszt kapitału obcego, spada również całkowity koszt kapitału. Spadek ten nie następuje jednak stale, gdyż po osiągnięciu określonego poziomu, który trudno jednoznacznie oszacować, koszt ten zaczyna rosnać. Istnieje zatem pewna granica wzrostu udziału kapitału obcego, po przekroczeniu której struktura kapitału w przedsiębiorstwie jest coraz mniej efektywna.

3. Model M-M uwzględniający podatek dochodowy

W pierwszym modelu jego twórcy przyjęli szereg nierealistycznych wręcz założeń, trudnych do spełnienia. Dotyczyły one m. in. braku podatków. Tymczasem, w gospodarce z podatkiem dochodowym występuje tzw. efekt dźwigni podatkowej. Wynika on z faktu, że odsetki od kredytów i obligacji są zaliczane do kosztów uzyskania przychodów dla celów podatkowych. Obniża to koszt kapitału obcego, zaś przepływy finansowe od właścicieli i wierzycieli są tym większe, im większe jest oprocentowanie długu przedsiębiorstwa. Wynika z tego, że wartość przedsiębiorstwa rośnie, wraz ze wzrostem wielkości zadłużenia. Jeżeli weźmie się pod uwagę dwie firmy homogeniczne pod względem ryzyka, to ceny rynkowe akcji tej korzystającej z długu są wyższe aniżeli tej, która finansowana jest w pełni kapitałem własnym.

Autorzy modelu stwierdzili również, że koszt kapitału własnego przedsiębiorstwa korzystającego z kapitału obcego równy jest kosztowi kapitału własnego przedsiębiorstwa finansowanego jedynie kapitałem własnym, powiększonego o premię za ryzyko finansowe, która uzależniona jest od stopnia zadłużenia oraz stopy podatku dochodowego (pomniejszającej tę premię).

Premia za ryzyko finansowe rośnie wraz ze wzrostem długu, wzrost ten rekompensowany jest jednak korzyściami podatkowymi, a te z kolei powodują, że koszt kapitału własnego rośnie wolniej w porównaniu z sytuacją, gdy podatek dochodowy nie istnieje. W odniesieniu natomiast do wpływu efektów tarczy podatkowej na średnioważony koszt kapitału efekty te powodują jego zmniejszanie się.

Poziom średnioważonego kosztu kapitału (WACC) nie zależy od kosztu kapitału obcego, a jedynie od udziału długu w pasywach. W przeciwieństwie do sytuacji bez podatku dochodowego, istnieje możliwość obniżenia całkowitego kosztu kapitału przez wprowadzenie kapitałów obcych, co jednocześnie prowadzi do zwiększenia wartości kapitałów własnych, przy wykorzystaniu tarczy podatkowej.

Podsumowując, uwzględnienie efektów tarczy podatkowej umożliwiło autorom sformułowanie następujących wniosków:

1. Finansowanie długiem jest niezwykle korzystne, zaś najlepszą strukturą kapitału jest wykorzystywanie długu do pełnego pokrycia aktywów firmy.

2. Wraz ze wzrostem udziału długu w finansowaniu obniża się WACC i podnosi wartość firmy.

Należy również zauważyć, że kolejne zmiany dotyczące założeń modelu wprowadziły do niego podatki osobiste płacone przez inwestorów od dochodów realizowanych z tytułu posiadanych akcji i obligacji (tzw. model Millera). Podatek ten zmniejsza efektywną stopę zwrotu realizowaną przez inwestorów.

Ponieważ stopa podatku dochodowego od dywidend jest zwykle niższa od stopy podatku od odsetek naliczanych od obligacji, korzyść z tarczy podatkowej będzie mniejsza niż wynikałoby to z modelu bez podatków osobistych.

Szczegółowa analiza tego modelu pozwala na sformułowanie wniosku, że nie można jednoznacznie określić wpływu wzrostu zadłużenia na wartość rynkową przedsiębiorstwa, gdyż zależy on od wzajemnych relacji pomiędzy poszczególnymi stawkami podatkowymi.

4. Teoria kosztów trudności finansowych

Teoretyczne modele wyjaśniające związek pomiędzy wartością spółki a strukturą jej kapitału, opracowane przez Modiglianiego i Millera, nie znalazły zastosowania w praktyce. Szybko okazało się bowiem, że wnioski z nich wypływające odbiegają od zjawisk obserwowanych w gospodarce. Przyczyną tego mogło być ignorowanie przez nich istnienia tzw. kosztów trudności finansowych, zwanych powszechnie kosztami bankructwa.⁹ Koszty te pojawiają się nie tylko w sytuacji upadłości oraz likwidacji przedsiębiorstwa, ale również w momencie, kiedy popada ono w trudności finansowe.

Koszty te można podzielić na bezpośrednie i pośrednie. Bezpośrednie koszty bankructwa mogą wynikać m.in. ze sporów między wierzycielami, które przedłużają proces upadłości i likwidacji. Spory sądowe mogą niekiedy trwać kilka lat, a w tym czasie wartość nieużywanych maszyn i urządzeń maleje, co prowadzi do obniżenia wartości przedsiębiorstwa. Bezpośrednie koszty bankructwa dotyczą jednak przede wszystkim kosztów związanych z upłynnianiem aktywów, z czym wiążą się z kolei koszty obsługi prawnej i administracyjnej. Szacuje się, że wynoszą one około 3% wartości spółki.¹⁰ Zgodnie z literaturą przedmiotu koszty niezbędnej restrukturyzacji naprawczej przedsiębiorstwa (a w skrajnym przypadku także koszty jego likwidacji), które utraciło płynność finansową i zostało postawione w stan upadłości, stanowią właśnie bezpośrednie koszty bankructwa.¹¹

⁹ S. A. Ross, R. W. Westerfield, J. Jaffe, *Corporate finance*, Irwin McGraw-Hill, Boston 1996, s. 417-420.

¹⁰ Ibidem, s. 419

¹¹ A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007, s. 78.

Pośrednie koszty bankructwa posiadają znacznie większe znaczenie i określane są jako koszty utraconych możliwości. Wynikają one bowiem z działań zarządu zmierzających do krótkotrwałej poprawy sytuacji finansowej firmy. Przykładem takich działań może być wyprzedaż majątku przedsiębiorstwa po zaniżonych cenach w celu poprawy płynności finansowej. Firma tracąc płynność, nie jest w stanie alokować kapitału nawet w wysoce zyskowych przedsięwzięciach ze względu na brak możliwości wygospodarowania potrzebnych środków. Taka sytuacja w znaczący sposób pogarsza perspektywy firmy i obniża jej wartość.

Pośrednie koszty bankructwa mogą również wynikać z działań kontrahentów. Firma przeżywająca trudności finansowe otrzymuje mniej zamówień, gdyż klienci obawiają się, że w przyszłości nie będzie ona w stanie zapewnić właściwej obsługi serwisowej. Z drugiej strony może nastąpić znaczne zaostrzenie warunków odbioru towaru. Dostawcy odmawiają bowiem współpracy na dotychczasowych warunkach i odmawiają udzielania kredytu handlowego, żądając zapłaty za towary gotówką. Przedsiębiorstwa ponoszą zatem owe koszty już w momencie pogorszenia się sytuacji finansowej, mimo że nie doszło jeszcze do rzeczywistego bankructwa.

Jeżeli firma jest notowana na giełdzie, ceny akcji zaczną oczywiście spadać, jak tylko wieść o kłopotach finansowych dotrze do właścicieli spółki. Pogorszy to i tak niebezpieczną relację długu do kapitału własnego. Można zatem wysnuć wniosek, że trudności finansowe mają tendencję do lawinowego narastania. Ich koszt oceniony został przez E. I. Altmana na ponad 20% wartości firmy.¹² Zdobycie nowych funduszy w celu polepszenia sytuacji finansowej oznaczać będzie zaciągnięcie kredytu lub emisję obligacji o wysokim oprocentowaniu. Koszt zewnętrznego finansowania długiem wzrośnie w tej sytuacji i pogorszy jeszcze bardziej relację długu do kapitału własnego. Nowa emisja akcji również nie będzie korzystna ze względu na niski poziom ich ceny.

Ryzyko niewypłacalności oraz bankructwa zwiększa się wraz ze wzrostem udziału kapitału obcego w strukturze pasywów. Jednocześnie rośnie koszt kapitału obcego, gdyż instytucje kredytujące oraz inwestorzy żądają wyższej stopy zwrotu wraz ze wzrostem ryzyka niewypłacalności. Sytuacja taka w oczywisty sposób prowadzi do wzrostu średnioważonego kosztu kapitału, a tym samym obniżenia wartości przedsiębiorstwa. Korzystanie z kapitału obcego prowadzi bowiem do wzrostu wartości przedsiębiorstwa jedynie do momentu, kiedy korzyści z tytułu tarczy podatkowej nie zrównają się z kosztami trudności finansowych.

Wysokie prawdopodobieństwo bankructwa może spowodować nie etyczne zachowania zarządu. Wiedząc, że wartość długu przekracza już wartość kapitału własnego, menedżerowie zaczną inwestować po-

¹² E. I. Altman, *A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question*, „Journal of finance” September 1984, s. 1067-1089.

zostałe pieniądze w niezwykle ryzykowne projekty licząc na wysokie zyski. Ryzyko niepowodzenia ponosić będą wierzyciele, a właściciele czerpać korzyści, jeżeli projekt okaże się udany. Jest to nieuczciwe względem wierzycieli.

Zgodnie z teorią kosztów bankructwa możliwość wystąpienia bezpośrednich i pośrednich kosztów bankructwa powstrzymuje niektóre przedsiębiorstwa od zadłużania się. Dotyczy to szczególnie tych firm, dla których potencjalne koszty trudności finansowych są wysokie, a więc jednostek o dużym udziale aktywów niematerialnych i prawnych. Wartość rynkowa tych firm zależy bowiem w dużym stopniu od perspektyw ich rozwoju. W przypadku bankructwa ich wartość rynkowa jest bardziej narażona na spadek, gdyż nie dysponują one wystarczającym majątkiem trwałym, którego sprzedaż mogłaby zapewnić dopływ gotówki.

5. Teoria substytucji

Podjęcie decyzji dotyczących kształtowania relacji pomiędzy kapitałem obcym a własnym w przedsiębiorstwie w praktyce często sprowadza się do znalezienia właściwych proporcji pomiędzy korzyściami podatkowymi korzystania z długu a kosztami potencjalnych trudności finansowych. Owa prawidłowość jest przedmiotem teorii substytucji.¹³ Ma ona charakter statystyczny, gdyż wnioski z niej wypływające opierają się na założeniu stałości kapitałów i aktywów przedsiębiorstwa.

Teoria substytucji zakłada istnienie optymalnej struktury kapitału (*target capital structure*), unikalnej dla każdej z firm, której osiągnięcia zapewnia maksymalną wartość przedsiębiorstwa przy minimalnym średnioważonym koszcie kapitału. Istotą optymalnej struktury kapitału jest znalezienie najlepszej z możliwych relacji pomiędzy długiem a kapitałem własnym przy uwzględnieniu zarówno kosztów jak i korzyści korzystania z kapitału obcego. Przedsiębiorstwo szuka zatem kompromisu między maksymalizacją korzyści podatkowych i minimalizacją kosztów trudności finansowych, który zapewni optymalną strukturę kapitału, czyli taką, przy której wartość jednostki jest najwyższa, a średni koszt kapitału najniższy.¹⁴

Osiągnięcie optymalnej struktury kapitału w praktyce nie jest jednak tak łatwe, jak przekonuje teoria substytucji. Istnieje bowiem cały szereg zdarzeń trudnych, a wręcz niemożliwych do przewidzenia, które „wytrącają” firmy z owej optymalnej struktury.

Teoria ta dostarcza jedynie ogólnych wniosków dotyczących struktury kapitałowej przedsiębiorstwa, albowiem koszty trudności finansowych są w praktyce możliwe do oszacowania jedynie w przybliżeniu.

¹³ R. A. Brealey, S.C. Mayers, F. Allen, *Corporate finance*, McGraw-Hill, New York 2006, s. 488-489.

¹⁴ A. Duliniec, *Finansowanie...*, op. cit., s. 77.

niu. Nasuwa natomiast kilka uwag dotyczących tego, czym należy się kierować przy ich ocenie.

1. Duży udział wartości niematerialnych i prawnych (WNiP), takich jak wysoka technologia, specjaliści, unikalne rynki zbytu, patenty, goodwill itp. powoduje, że firmy mniej chętnie się zadłużają. Dzieje się tak dlatego, że w przypadku bankructwa aktywa te dramatycznie tracą na wartości. Wynika z tego, że koszty trudności finansowych w tych firmach są wyższe od kosztów firm z dużą ilością aktywów trwałych, zwłaszcza gdy są łatwo zbywalne. Z tego powodu firmy o dużym udziale WNiP posiadają niskie wskaźniki zadłużenia. Klasycznym przykładem są firmy farmaceutyczne.
2. Firma posiadająca wysoki stopień dźwigni operacyjnej powinna ograniczyć stosowanie długu, aby nie powiększać swojej dźwigni łącznej. W ten sposób ograniczy swoje ryzyko łączne (całkowite).
3. Przedsiębiorstwo wykazujące wysoką podstawę do opodatkowania, powinno korzystać z długu, aby osiągnąć korzyści tarczy podatkowej. Wartość i miejsce tarczy podatkowej w strategii kapitałowej firm są również problematyczne, gdyż suma korzyści podatkowych zależy od aktualnej sytuacji przedsiębiorstwa oraz prognoz na przyszłość. Firmy, które nie korzystają z tarczy podatkowej, a przeżywają trudności finansowe, będą posiadać ochronę przed podatkami w postaci skumulowanej straty, ewentualnie strat bieżących. Będzie to efektem sytuacji finansowej firmy, nie zaś wynikiem świadomego stosowania strategii dotyczącej struktury kapitałowej.
4. Firmy mało rentowne powinny być finansowane bardziej kapitałem własnym, gdyż efekty tarczy podatkowej nie wystąpią u nich lub będą znikome. Ponadto zaciągając dług, narażają się na ryzyko trudności w spłacie i powiększenie w ten sposób kosztów trudności finansowych.
5. Im wyższa stopa podatku, tym większy efekt tarczy podatkowej i jednocześnie niski koszt kapitału obcego. Powoduje to zachętę do korzystania z kapitału obcego.

Pomimo swoich wad, teoria substytucji jest zdecydowanym krokiem naprzód w stosunku do teorii Modiglianiego-Millera, która proponowała wręcz nieograniczone zadłużanie się. Teoria substytucji zakłada istnienie granicy zadłużania się, powyżej której przyrost wartości z tytułu dodatkowych korzyści finansowych jest zrównoważony przez spadek wartości przedsiębiorstwa z powodu wzrostu ryzyka niewypłacalności i związanych z tym kosztów trudności finansowych.

Podsumowując, teoria substytucji jest przydatna w ustalaniu czynników decydujących o optymalnej strukturze kapitału. Zgodnie z za-

łożeniami teorii należy przede wszystkim wziąć pod uwagę wysokość dochodu do opodatkowania i stawek podatkowych, poziom ryzyka operacyjnego oraz strukturę aktywów przedsiębiorstwa.

6. Teoria hierarchii źródeł finansowania i teoria sygnalizacji (asymetrii informacji)

W latach 80. powstała nowa grupa teorii negująca kolejne ważne założenie rynku doskonałego, mówiąca o jednakowym dostępie do informacji o spółce dla wszystkich uczestników rynku kapitałowego. Na tej bazie powstała teoria asymetrii informacji, w ramach której można wydzielić dwa nurty:

teoria hierarchii źródeł finansowania: dotyczy decyzji menedżerów co do procesów kształtowania struktury kapitału tak, aby minimalizować koszty związane z asymetrią informacji;

teoria sygnałów: zmiana struktury kapitału niesie ze sobą konkretną informację dotyczącą sytuacji przedsiębiorstwa, która wpływa na zachowania inwestorów; teoria ta ukazuje sposoby postępowania menedżerów w danej sytuacji, dzięki czemu inwestorzy mogą szybciej zareagować na sygnały dotyczące przedsiębiorstwa.

6.1. Teoria hierarchii źródeł finansowania

Teorię tę zapoczątkował G. Donaldson. Została ona oparta o szeroko zakrojone badania, dotyczące rzeczywistych struktur kapitałowych występujących w amerykańskich spółkach. Wyniki przedstawionych przez Donaldsona badań są następujące:¹⁵

1. Dyrektorzy finansowi spółek preferują finansowanie wewnętrzne, czyli z zysków niepodzielnych i przepływów z amortyzacji.
2. Przedsiębiorstwa starają się dostosować swoją docelową stopę dywidendy do oczekiwanych przyszłych przepływów finansowych oraz przewidywanych wydatków inwestycyjnych; po wypłacie dywidendy stopy te powinny się pokrywać.
3. W krótkim okresie dywidendy są „sztywne” lub, jak wola niektórzy - „nieelastyczne” (sticky - klejące się, mające tendencję do pozostawania w jednej pozycji). Firmy niechętnie je podwyższają, jeżeli nie ma perspektyw na utrzymanie ich poziomu w długim okresie.
4. Polityka sztywnych dywidend, fluktuacje EBIT oraz nieprzewidywalne wielkości możliwości inwestycyjnych powodują, że wewnętrznie generowana gotówka jest czasem większa,

¹⁵ Na podstawie: R. A. Brealey, S.C. Mayers, F. Allen, *Corporate finance*, McGraw-Hill, Series in Finance, wyd. 4, 1991, s. 445-447 oraz E. F. Brigham, op.cit., s. 536-537.

czasem mniejsza od wydatków inwestycyjnych. Jeżeli przekracza wydatki, zarząd zadecyduje o kupnie łatwo zbywalnych papierów wartościowych; w przypadku nadwyżki potrzeb inwestycyjnych nad generowanymi wewnętrznymi przepływami firma w pierwszym rzędzie zmniejszy swój zapas gotówki, następnie sprzeda obce papiery wartościowe. Nadwyżki gotówki są zatem przeznaczane przede wszystkim na spłatę długu oraz zakup bezpiecznych papierów wartościowych.

5. Jeżeli firma potrzebuje jeszcze kapitału zewnętrznego, najpierw sięgnie po dług, następnie instrumenty hybrydowe, takie jak obligacje zamienne, a dopiero w ostateczności dokona emisji akcji zwykłych.

Teoria hierarchii źródeł finansowania (*Pecking Order Theory*, teoria kolejności „dziobania”) zakłada zatem, że przedsiębiorstwa preferują finansowanie wewnętrzne własne, a gdy konieczne jest zewnętrzne finansowanie, w pierwszej kolejności emitują papiery dłużne, a dopiero w ostateczności emitują nowe akcje. Akcje stanowią zatem w tym ujęciu najmniej pożądany instrument w strukturze finansowania przedsiębiorstwa.¹⁶

6.2. Teoria sygnałów

Teoria zrównoważonego wyboru (statystyczna teoria substytucji) zakłada symetrię informacji, wspomniany autor zaś przyjął asymetrię informacji, oraz różne oczekiwania inwestorów. Symetria informacji oznacza, że inwestorzy posiadają taką samą ilość informacji o firmie, jak zarządzający nią menedżerowie. Jednak w rzeczywistości zarządzający często dysponują szerszymi i lepszymi informacjami na temat firmy. Teoria **asymetrii informacji** zakłada zatem istnienie informacji znanych tylko nielicznym (głównie tylko zarządowi spółki), zaś niedostępnych dla ogółu. Informacje te, będące w posiadaniu tak zwanych insiderów), mogą mieć znaczący wpływ na decyzje podejmowane przez zarządzających w kwestii kształtowania struktury kapitału. W teorii tej (znanej również jako teoria sygnałów) przyjmuje się następujące założenia:¹⁷

- rynki kapitałowe nie są doskonałe;
- występuje asymetria informacji;
- ceny akcji nie uwzględniają informacji niedostępnych powszechnie.

Kiedy więc zarządzający wiedzą, że sytuacja firmy ulegnie w niedalekiej przyszłości pogorszeniu, podejmują zwykle decyzję o emisji nowych akcji, aby pozyskać potrzebny kapitał akcyjny. Dlatego też inwestorzy często reagują na emisję nowych akcji, obniżając wycenę ich

¹⁶ W. Nawrot, *Struktura finansowania przedsiębiorstw w Polsce na tle badań międzynarodowych*, „Gospodarka Narodowa” 2007, nr 7-8.

¹⁷ M. Kędzior, *Międzynarodowa struktura...*, op. cit., s. 155.

wartości. Jak zostało udowodnione empirycznie, emisja nowych akcji jest więc sygnałem, że sytuacja firmy uległa pogorszeniu, co wiąże się często ze spadkiem cen jej akcji. Najbardziej efektywnym sposobem sygnalizowania sytuacji firmy jest podnoszenie wskaźnika zadłużenia. Umowy pożyczkowe rodzą bowiem zobowiązanie firmy do stałych płatności podczas całego procesu pożyczkowego, z poważnymi konsekwencjami finansowymi w przypadku niedotrzymania terminu płatności. Dlatego zwiększenie zadłużenia jest zwykle wyraźnym sygnałem spodziewanych wysokich przepływów pieniężnych w przyszłości. Zobowiązując się do przyszłych stałych płatności i związanych z obsługą długu, menedżerowie wyrażają swoje przekonanie o zdolności przedsiębiorstwa do uzyskiwania odpowiednich przychodów.

Ponadto, ceny aktywów dłużnych są znacznie mniej zmienne niż ceny akcji. Ponieważ obligacje wiążą się ze stałymi wypłatami, zaś wypłaty dywidend są zmienne z powodu ogłoszenia informacji na temat przyszłych wyników firmy, ceny akcji reagują zwykle w dużo większym stopniu.

Inwestorzy świadomi asymetrii informacyjnej poszukują zatem sygnałów potwierdzających ich przypuszczenia wobec przyszłości przedsiębiorstwa. Istotnym takim sygnałem jest np. informacja o wypłacie dywidendy. Praktyka gospodarcza potwierdza, że poziom wypłaty dywidendy jest powiązany z wartością rynkową akcji. Pojawienie się informacji o zmniejszeniu dywidendy interpretowane jest przez inwestorów jako pogorszenie sytuacji jednostki.

Przedstawiona teoria sygnałów zakłada, że minimalizując koszty informacyjne związane z emisją akcji, przedsiębiorstwo bardziej skłonne jest zaciągać dług, jeśli firma jest nie dowartościowana na rynku, zaś emitować akcje, gdy firma jest przewartościowana. Emisja akcji po cenie wyższej niż jej realna wartość jest bowiem bardziej atrakcyjna dla menedżerów. Przykładowo, historyczne ruchy cen tłumaczyły najlepiej wybory dotyczące emisji nowych akcji lub obligacji, co zostało opublikowane w studium P. R. Marscha (Wielka Brytania).¹⁸ Inni autorzy potwierdzili podobne przypadki w USA.

Podsumowanie

Podane, nieliczne przykłady bogatego dorobku teoretycznego dotyczącego struktury kapitału dowodzą jego dużego znaczenia i niczym nie straciły na aktualności. Nie jest dobrze kiedy dorobek ten podważa się, argumentując to faktem, że dzisiejsza rzeczywistość gospodarcza skłania przedsiębiorców i teoretyków do ciągłych poszukiwań racjonalnych rozwiązań. Tymczasem teoria finansów stale potwierdza wagę głoszonych poglądów nawet wówczas, gdy nie znajdują one zrozumienia. Pizatym należy pamiętać, że bogactwo

¹⁸ P. R. Marsch, *The Choice Between Debt and Equity: an Empirical Study*, „Journal of Finance” 1995, Vol. 6

różnorodnych ujęć teoretycznych jest w wielu przypadkach oparte na wynikach rzetelnych badań empirycznych, o których mogą często pomarzyć ci, którzy ostro krytykują doświadczenia teoretyczne innych osób. Rzeczywiście, czasy się zmieniają, ale w żadnym stopniu nie można z góry negować różnych poglądów, nawet jeśli mają one charakter historyczny. Z całą pewnością poglądy te uczą m. in. pokory i wstrzeźliwości przed zbyt pochopnym, ryzykownym podejmowaniem decyzji finansowych. Szkoda, że tak często się o tym zapomina.

Bibliografia:

1. Cwynar A., W. Cwynar, *Optymalizacja struktury kapitału i kalkulacja kosztu kapitału spółki*, w: *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków*, red. M. Panfil, Difin, Warszawa 2008.
2. Jędrasek S., *Pojemność zadłużeniowa jako instrument kształtowania struktury kapitału*, Świętokrzyskie Centrum Edukacji na Odległość, Zeszyty Naukowe nr 8/2010.
3. Grzywacz J., *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, SGH, Warszawa 2012.
4. Kędzior M., *Międzynarodowa struktura kapitału przedsiębiorstw*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011.
5. Janasz K., Janasz W., Wiśniewski J., *Zarządzanie kapitałem w przedsiębiorstwie*, Difin, Warszawa 2007.
6. Altman E. I., *A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question*, „Journal of finance” September 1984, s. 1067-1089.
7. Gajdka J., *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersyteu Łódzkiego, Łódź 2002.
8. Barclay J. M., Smith C. W., *The determinants of corporate leverage and dividend Policies*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1995, Vol.7, No. 4.
9. Ross S. A., Westerfield R. W., Jaffe J., *Corporate finance*, Irwin McGraw-Hill, Boston 1996.
10. Dulinić A., *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
11. Marsch P. R., *The Choice Between Debt and Equity: an Empirical Study*, „Journal of Finance” 1995, Vol. 6
12. Nawrot W., *Struktura finansowania przedsiębiorstw w Polsce na tle badań międzynarodowych*, „Gospodarka Narodowa” 2007, nr 7-8.

USEFULNESS OF THEORETICAL PRINCIPLES OF THE FORMING OF THE STRUCTURE OF CAPITAL IN THE ENTERPRISE

Key words: structure of capital, model M-m, costs of financial difficulties, theory of the substitution, theory of source of finances, theory of signals

Summary

The problem of the forming of the relation between acquired source of finances is one from leading in the activity of companies. The

article is describing few examples of the rich theoretical possessions concerning the structure of capital which the determination is facilitating understanding reports which constantly are occurring among all sorts economic categories in the company, stimulating effects of functioning.