

Dr Joanna Błach

Akademia Ekonomiczna im. Karola Adamickiego w Katowicach

Ewolucja teorii struktury kapitału

Wprowadzenie

W ciągu ostatnich 50 lat problem kształtowania struktury kapitału przedsiębiorstwa był przedmiotem licznych rozważań teoretycznych i badań empirycznych. Zastanawiano się nad znaczeniem struktury kapitału oraz jej wpływem na wartość przedsiębiorstwa, analizowano czynniki kształtujące tę strukturę oraz poszukiwano optymalnej struktury kapitału. Pomimo licznych badań prowadzonych w tym obszarze, w wielu kwestiach nie otrzymano jednoznacznych rozwiązań, które mogłyby mieć zastosowanie w praktyce gospodarczej przedsiębiorstw. Nowe teorie wskazują na kolejne czynniki decydujące o kształcie struktury kapitału, co sprawia, że dyskusja naukowa trwająca od ponad 50 lat jest nadal aktualna. Celem niniejszego opracowania jest przeprowadzenie analizy najważniejszych teorii struktury kapitału z uwzględnieniem najnowszych osiągnięć współczesnej teorii finansów przedsiębiorstwa.

1. Struktura kapitału – przegląd definicji

Obecnie przyjmuje się, iż podstawowym celem działalności przedsiębiorstwa jest maksymalizacja jego wartości rynkowej sprzyjająca maksymalizowaniu korzyści dla jego właścicieli. Przy czym bogactwo właścicieli przedsiębiorstwa pochodzi z dwóch źródeł: wzrostu wartości rynkowej posiadanych akcji i udziałów (przekładającej się na zyski kapitałowe osiągnane w momencie sprzedaży akcji i udziałów) oraz udziału w zysku przedsiębiorstwa (w formie okresowo otrzymywanej dywidendy). Realizacja strategii maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa wymaga wyposażenia go w określone zasoby majątkowe. Z punktu widzenia prowadzonych rozważań, istotna jest analiza zasobów przedsiębiorstwa przez pryzmat ich źródeł finansowania, czyli kapitał. Środki finansowe umożliwiające rozpoczęcie działalności przedsiębiorstwa, a następnie jego rozwój, mogą pochodzić od właścicieli lub wierzycieli. Ze

względem na sytuację prawną dawcy kapitału, w pasywach przedsiębiorstwa można wyróżnić dwie podstawowe grupy – kapitał własny i kapitał obcy.

Kapitał własny odpowiada wkładom właścicieli wniesionym do przedsiębiorstwa na czas nieograniczony. Z tytułu przekazania środków właścicielom przysługują określone prawa: do części majątku przedsiębiorstwa, do decydowania o dalszym działaniu czy do udziału w części zysku. Kapitał własny spełnia w przedsiębiorstwie istotne funkcje:

- inicjacyjną, umożliwiając rozpoczęcie prowadzenia działalności gospodarczej;
- gwarancyjną, stanowiąc zabezpieczenie zwrotu środków pochodzących od wierzycieli przedsiębiorstwa oraz będąc źródłem pokrycia ewentualnych strat;
- roboczą, finansując działalność bieżącą oraz inwestycyjną przedsiębiorstwa.

Wybierając kapitał własny jako źródło finansowania działalności, przedsiębiorstwo ogranicza poziom ryzyka finansowego, zwiększa swój potencjał zadłużeniowy i wiarygodność kredytową, jednocześnie akceptując wyższy koszt kapitału, ograniczony efekt dźwigni finansowej i tarczy podatkowej oraz potencjalne zmiany w strukturze własnościowej, wynikające z możliwości pojawienia się nowych współwłaścicieli.

Natomiast kapitał obcy pochodzi z wszelkiego typu zobowiązań przedsiębiorstwa wobec jego wierzycieli. Przy czym zobowiązania te mogą mieć charakter długo- lub krótkoterminowy. W grupie zobowiązań krótkoterminowych istotny jest także podział na dług oprocentowany (np. zaciągnięte kredyty bankowe czy środki pochodzące z emisji krótkoterminowych papierów dłużnych) oraz na zobowiązania nieobciążone płatnościami odsetkowymi (np. zobowiązania wobec pracowników czy zobowiązania handlowe). Kapitał obcy służy finansowaniu działalności bieżącej i inwestycyjnej. Jego zastosowanie prowadzi do wzrostu ryzyka finansowego i spadku wiarygodności kredytowej przedsiębiorstwa. Jednocześnie, właściwie wykorzystany kapitał obcy może poprawiać rentowność kapitału własnego, ograniczać obciążenia przedsiębiorstwa z tytułu podatku dochodowego oraz prowadzić do obniżenia średniego ważonego kosztu kapitału.

Przechodząc do dalszej analizy znaczenia kapitału w przedsiębiorstwie, należy zastanowić się nad pojęciem struktury kapitału, które jest różnie definiowane w teorii finansów. Można wyróżnić następujące podejścia do zagadnienia struktury kapitału¹ (por. tab. 1):

- Podejście 1 (ogólne) definiuje strukturę kapitału jako proporcję udziału kapitału własnego i obcego w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa. W ten sposób struktura kapitału utożsamiana jest ze strukturą pasywów przedsiębiorstwa nazywaną strukturą finansowania².

¹ Por. A. Dulinić, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 2001, s. 14.

² Zwolennikiem tego sposobu definiowania struktury kapitału jest np. R.W. Masulis, *The Debt Equity Choice*, Ballinger Publishing Company, Cambridge 1988, s.1.

- Podejście 2, które definiuje strukturę kapitału jako relację wartości zadłużenia długoterminowego do kapitałów własnych. W tym podejściu struktura kapitału dotyczy jedynie kapitału stałego i stanowi część struktury finansowania³.
- Podejście 3 (ujęcie wąskie), w którym struktura kapitału utożsamiana jest ze strukturą papierów wartościowych wyemitowanych przez przedsiębiorstwo w podziale na dwie grupy: walory o charakterze własnościowym lub o charakterze dłużnym⁴.
- Podejście 4, często wykorzystywane, zgodnie z którym struktura kapitału obejmuje wyłącznie kapitały własne oraz zobowiązania obciążone obowiązkowymi płatnościami odsetkowymi. W tym ujęciu ze struktury finansowania wyłączane są zobowiązania krótkoterminowe niezwiązane z płatnościami odsetkowymi⁵.

Tabela 1
Ujęcia struktury kapitału

Lp.	Ujęcie struktury kapitału	Związek struktury kapitału ze strukturą finansowania
1	Struktura kapitału = struktura pasywów	= struktura finansowania
2	Struktura kapitału = struktura kapitału stałego	< struktura finansowania
3	Struktura kapitału = struktura wyemitowanych papierów wartościowych	< struktura finansowania
4	Struktura kapitału = kapitał własny + zobowiązania obciążone odsetkami	= struktura finansowania – zobowiązania bezodsetkowe

Źródło: Opracowanie własne.

³ Ten sposób ujmowania struktury kapitału jest przedstawiany m.in. w: J.F. Weston, T.F. Copeland, *Managerial Finance*, The Dryden Press, New York 1991, s. 565 oraz M. Jerzemowska, *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, PWN, Warszawa 1999, s. 14.

⁴ Struktura kapitału jest definiowana w ten sposób głównie w podręcznikach amerykańskich, w których to dług obejmuje wyłącznie zobowiązania wynikające z emisji długoterminowych papierów dłużnych, pomijając zobowiązania wynikające z zaciągania pożyczek i kredytów w systemie bankowym, np. S. Lumby, *Investment Appraisal and Financial Decisions*, Chapman & Hall, New York 1994, s. 435.

⁵ Taka definicja struktury kapitału była wykorzystywana w badaniach empirycznych opisanych w: J. Gajdka, *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2002, s. 22. Zwolennikami tego ujęcia struktury kapitału są także A. i W. Cwynar oraz A. Duliniec. Por. A. Cwynar, W. Cwynar, *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości, Warszawa – Rzeszów 2007, s. 125–126 oraz A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007, s. 46.

Analizując powyższe ujęcia struktury kapitału, warto zwrócić uwagę, iż podstawowe różnice dotyczą ustalenia, jaka część kapitału obcego może być zaliczona do struktury kapitału (cały kapitał obcy czy tylko zobowiązania obciążone płatnościami odsetkowymi, a może tylko zobowiązania długoterminowe?). W przypadku kapitału własnego taki problem nie występuje. W literaturze prezentowane są również różne podejścia do sposobu ustalenia wartości poszczególnych źródeł kapitału – jedno wskazuje na wartość nominalną, drugie – wartość rynkową. W niniejszym opracowaniu przyjęto najszersze ujęcie struktury kapitału utożsamianej z całą strukturą pasywów, wskazującą na źródła finansowania majątku przedsiębiorstwa ujmowane według wartości nominalnej.

2. Determinanty struktury kapitału

Jak wspomniano wcześniej, głównym celem współczesnego przedsiębiorstwa jest maksymalizacja jego wartości. W związku z tym, wszystkie decyzje podejmowane w przedsiębiorstwie powinny przyczyniać się do osiągnięcia tego celu. Również decyzje dotyczące alternatywy: kapitał własny – kapitał obcy. Przy czym decyzje tego typu mają złożony charakter ze względu na liczne uwarunkowania, zarówno o charakterze wewnętrznym (wynikającymi z funkcjonowania przedsiębiorstwa oraz specyficznych cech sfery realnej), jak i zewnętrznym (otoczenie przedsiębiorstwa)⁶.

Z punktu widzenia procesu pozyskiwania kapitału najważniejsze wydają się elementy makrootoczenia o charakterze ekonomicznym, prawnym i politycznym. Dostępność i koszt kapitału w znacznym stopniu są uzależnione od czynników ogólnogospodarczych, w szczególności zaś od: stopy wzrostu gospodarczego, fazy cyklu koniunkturalnego, poziomu inflacji, rynkowych stóp procentowych, poziomu rozwoju rynku finansowego, możliwości zastosowania innowacji finansowych, regulacji systemu podatkowego czy liberalizacji przepływów kapitałowych. Na wysokość potrzeb kapitałowych i poziom płynności przedsiębiorstwa oddziałują także elementy otoczenia konkurencyjnego (mikrootoczenia), w szczególności zaś stosunki z dostawcami i odbiorcami wpływające na zasady i terminy dokonywania płatności z tytułu regulowania zobowiązań oraz otrzymywania świadczeń pieniężnych z tytułu należności od odbiorców. Nie bez znaczenia jest także konkurencja między przedsiębiorstwami ubiegającymi się o kapitał oraz między instytucjami finansowymi oferującymi dostęp do kapitału.

Z kolei do najważniejszych czynników wewnętrznych wpływających na możliwość pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwo można zaliczyć: formę organizacyjno-prawną, skalę i fazę rozwoju przedsiębiorstwa, osiągnięte

⁶ Por. J. Ickiewicz, *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, SGH, Warszawa 2001, s.16–17 oraz W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 1997, s. 19–25.

wyniki finansowe (w tym wysokość wyniku z działalności operacyjnej), nastawienie zarządu do ryzyka, aktualną i docelową strukturę kapitału i wynikający z niej poziom ryzyka finansowego, strukturę aktywów i wynikający z niej poziom ryzyka operacyjnego, wielkość potrzeb kapitałowych związanych z rodzajem realizowanych projektów inwestycyjnych czy też zakres wiedzy i umiejętności pracowników w obszarze zarządzania finansami. Uwzględniając wymienione czynniki, można stworzyć listę podstawowych kryteriów, którymi kierują się przedsiębiorstwa, wybierając konkretne źródło finansowania swojej działalności⁷, tj.:

- dostęp do źródeł finansowania – wynikający z sytuacji na rynku finansowym oraz możliwości spełnienia warunków korzystania z wybranych źródeł finansowania (polityka pieniężna banku centralnego, koniunktura na rynku kapitałowym, konkurencja po stronie popytu i podaży kapitału, obowiązki informacyjne);
- koszt kapitału – odpowiadający stopie zwrotu z inwestycji wymaganej przez kapitałodawców przy akceptowanym poziomie ryzyka, uwzględniający także koszty związane z pozyskiwaniem kapitału z danego źródła, np. koszty organizacji emisji papierów wartościowych czy koszty prowizji bankowych;
- elastyczność – przejawiająca się w możliwości pozyskania kapitału na korzystnych warunkach uwzględniających aktualne potrzeby przedsiębiorstwa i jego prognozowaną sytuację finansową;
- efekt dźwigni finansowej – zależy od rodzaju źródła finansowania, wysokości dodatkowego zasilenia, stopy oprocentowania długu oraz wielkości generowanego zysku operacyjnego pozwalającego na pokrycie kosztów związanych z obsługą zadłużenia;
- ryzyko operacyjne – będące nierozzerwalnym elementem prowadzenia działalności gospodarczej powinno znaleźć odzwierciedlenie w prognozach przedsiębiorstwa dotyczących jego przyszłej działalności i sytuacji finansowej – im wyższe ryzyko operacyjne, tym niższy jest optymalny wskaźnik zadłużenia dla przedsiębiorstwa;
- rozwiązania systemu podatkowego oraz możliwość zaliczenia odsetek od kapitału obcego do kosztów uzyskania przychodów obniżających podstawę opodatkowania (tzw. tarcza albo osłona podatkowa) – jeśli jednak obciążenia podatkowe są niewielkie, to zaciągnięcie dodatkowego długu nie jest tak atrakcyjne, jak w przypadku wysokiego podatku dochodowego;
- postawa zarządu wobec ryzyka – decydująca o preferowanym modelu struktury kapitału i zakresie wykorzystania kapitału obcego;
- aktualna i docelowa struktura własności przedsiębiorstwa – zwiększanie kapitału własnego zwykle prowadzi do zmian w strukturze własności

⁷ Opracowanie na podstawie: A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2003, s. 265–267, E.F. Brigham, J. Houston, *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 2005, s.143 oraz J.K. Shim, J.G. Siegel, *Dyrektor finansowy*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2001, s. 332.

przedsiębiorstwa, podczas gdy korzystanie z kapitału obcego pozwala zachować dotychczasową strukturę własnościową.

Prezentowana lista zawiera tylko podstawowe czynniki wpływające na wybór źródeł finansowania przedsiębiorstwa. Warto jednak podkreślić, iż każde przedsiębiorstwo realizuje indywidualną strategię kształtowania struktury kapitału dostosowaną do własnych potrzeb i możliwości.

3. Wyznaczniki optymalnej struktury kapitału

Należy zaznaczyć, iż w teorii finansów nie tylko definicja struktury kapitału budzi liczne kontrowersje, także jej znaczenie jest przedmiotem wielu dyskusji naukowych, a w literaturze prezentowane są zróżnicowane poglądy na ten temat. Kombinacja kapitałów obcych i własnych może być traktowana jako problem rynkowy, a nawet marketingowy, ponieważ decyzja w tym zakresie dotyczy określenia, jaką część przyszłych przepływów pieniężnych przypadnie wierzycielom, a jaka – właścicielom przedsiębiorstwa. Najważniejszy problem z punktu widzenia celu przedsiębiorstwa jest związany ze znalezieniem odpowiedzi na pytanie: czy możliwe jest zwiększenie wartości przedsiębiorstwa poprzez podejmowanie optymalnych decyzji w zakresie kształtowania struktury kapitału? Ograniczając rozważania, należy zwrócić uwagę na najważniejsze podejścia teoretyczne wyjaśniające wpływ struktury kapitału na wartość przedsiębiorstwa.

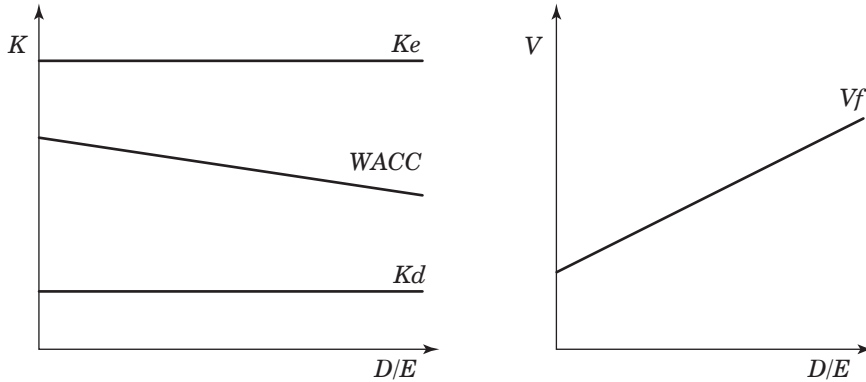
Tradycyjne podejście do zagadnienia struktury kapitału zakłada, że jej zmiany mają wpływ na średni ważony koszt kapitału (*WACC*) przedsiębiorstwa i w efekcie na jego wartość (*Vf*). Stanowisko to określane jest mianem *Net Income Approach* (*Net Income Theory*)⁸. Uwzględnia się w nim tarczę podatkową prowadzącą do obniżenia kosztu kapitału obcego. Zakłada się także, że koszt kapitału własnego (*Ke*) i koszt kapitału obcego (*Kd*) jest stały i nie zależy od struktury kapitału (*D/E*). W związku z tym można stwierdzić, że zastępowanie droższego kapitału własnego, tańszym długiem prowadzi do wzrostu wartości przedsiębiorstwa (por. rys. 1). Niestety, w teorii tej nie uwzględnia się wzrastającego ryzyka finansowego, które prowadzi do wzrostu kosztu kapitału własnego.

Wpływ rosnącego ryzyka finansowego na koszt kapitału własnego uwzględniono w kolejnej teorii określanej mianem *Net Operating Income Approach*⁹. W podejściu tym bierze się pod uwagę nie tylko korzyści podatkowe wynikające z zastosowania kapitału obcego, ale także wzrastający koszt kapitału własnego wynikający ze wzrostu poziomu zadłużenia. Zakłada się, że korzyści podatkowe są dokładnie znoszone przez rosnący koszt kapitału własnego, co sprawia, że średni ważony koszt kapitału i wartość przedsiębiorstwa są stałe i nie zmieniają się wraz ze zmianą struktury kapitału (por. rys. 2).

⁸ Por. A.A. Gropelli, E. Nikbakht, *Finance*, Barron's, New York 2006, s. 243–244.

⁹ Zwolennikami tej teorii byli M. Miller i F. Modigliani. Por. A.A. Gropelli, E. Nikbakht, *Finance*, jw., s. 244.

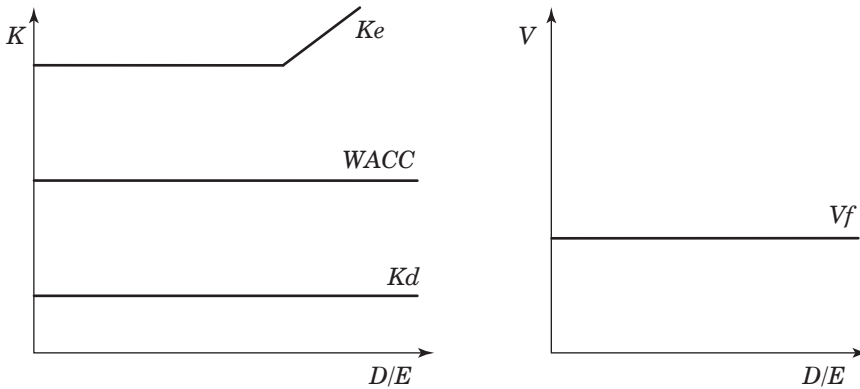
Rysunek 1
Wpływ zmiany struktury kapitału na WACC i wartość przedsiębiorstwa – podejście tradycyjne



Oznaczenia: K – koszt kapitału; Ke – koszt kapitału własnego; D/E – relacja długu do kapitału własnego; Kd – koszt kapitału obcego; V , V_f – wartość przedsiębiorstwa; $WACC$ – średni ważony koszt kapitału.

Źródło: Opracowanie na podstawie: A.A. Groppelli, E. Nikbakht, *Finance*, Barron's, New York 2006, s. 244.

Rysunek 2
Wpływ zmiany struktury kapitału na WACC i wartość przedsiębiorstwa – podejście *Net Operating Income Approach*



Oznaczenia: jak na rysunku 1.

Źródło: Opracowanie na podstawie: A.A. Groppelli, E. Nikbakht, *Finance*, jw., s. 245.

Z kolei zwolennicy teorii separacji decyzji inwestycyjnych od decyzji w zakresie pozyskania kapitału¹⁰ uważają, że struktura kapitału nie ma żadnego

¹⁰ Por. E.J. McLaney, *Business Finance*, Pitman Publishing, London 1997, s. 22–27.

wpływu na wartość rynkową przedsiębiorstwa, ponieważ wielkość ta zależy wyłącznie od decyzji inwestycyjnych i wynikającej z nich rentowności aktywów przedsiębiorstwa. Takie wnioski zostały przedstawione w 1958 r. przez M. Millera i F. Modiglianiego, którzy sformułowali następujące twierdzenie: „w warunkach doskonale konkurencyjnego rynku kapitałowego wartość przedsiębiorstwa jest niezależna od struktury jego kapitału”¹¹. Twórcy modelu MM przedstawili wiele warunków, przy których struktura kapitału nie ma znaczenia dla wartości przedsiębiorstwa min.: brak podatków, brak kosztów bankructwa, pełny i równy dostęp do informacji, brak kosztów transakcyjnych¹². Jednakże, ze względu na fakt, iż warunki te są niemożliwe do spełnienia w praktyce, w ten sposób stworzono katalog czynników decydujących o istotności struktury kapitału. Następne teorie dotyczące znaczenia struktury kapitału powstawały w wyniku uchylania kolejnych założeń pierwotnego modelu.

W roku 1963 Miller i Modigliani uchylili założenie o braku podatków dochodowych dla podmiotów prowadzących działalność gospodarczą, w związku z czym zauważono, że przedsiębiorstwa pozyskujące kapitał obcy wykorzystują efekt tarczy podatkowej¹³. Stwierdzono, iż całkowite finansowanie aktywów przedsiębiorstwa kapitałem dłużnym pozwala minimalizować koszt kapitału i jednocześnie prowadzi do maksymalizacji jego wartości rynkowej¹⁴ (por. rys. 3).

Następnie uchylono założenie o braku kosztów bankructwa. W takiej sytuacji stwierdzono, że 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 jest związane ponoszenie znacznych kosztów, analizowanych w podziale na bezpośrednie (opłaty sądowe, wydatki administracyjne, wynagrodzenia dla prawników) i pośrednie koszty bankructwa (straty poniesione przez przedsiębiorstwo w wyniku negatywnej reakcji otoczenia na pogorszenie jego sytuacji finansowej: utrata części odbiorców i dostawców, obniżenie jakości produktów, konieczność dokonywania zakupów za gotówkę,

¹¹ Założenia i wnioski teorii MM zostały opublikowane w artykule: *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, „American Economic Review” 1958, nr 48(3), s. 261–297. Por. E.F. Brigham, J.F. Houston, *Podstawy...*, jw., s. 165.

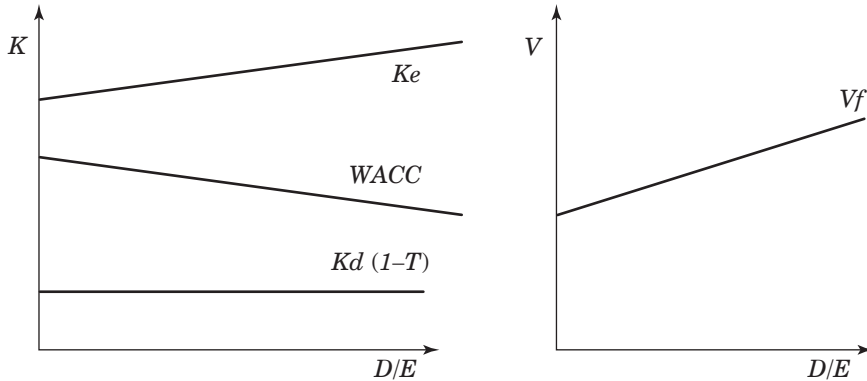
¹² Dodatkowo, model MM opierał się na następujących założeniach: inwestorzy indywidualni mogą pożyczać na tę samą stopę procentową co spółki, wszyscy inwestorzy mają taki sam dostęp do informacji jak zarząd przedsiębiorstwa oraz finansowanie kapitałem obcym nie ma wpływu na wielkość EBIT. Więcej na ten temat: E.F. Brigham, J.F. Houston, *Podstawy...*, jw., s. 166 oraz T. Dudycz, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005, s. 134–138.

¹³ Zgodnie z przepisami podatkowymi, odsetki od zobowiązań stanowią koszt uzyskania przychodu, obniżając podstawę opodatkowania. Dlatego rzeczywisty koszt finansowania dłużnego jest niższy od kosztu nominalnego o korzyści podatkowe zrealizowane przez przedsiębiorstwo. Przedsiębiorstwo jednocześnie korzysta z efektu dźwigni finansowej, prowadzącej do wzrostu rentowności kapitału własnego.

¹⁴ Więcej na ten temat: A. Duliniec, *Struktura ...*, jw., s.114–119.

Rysunek 3

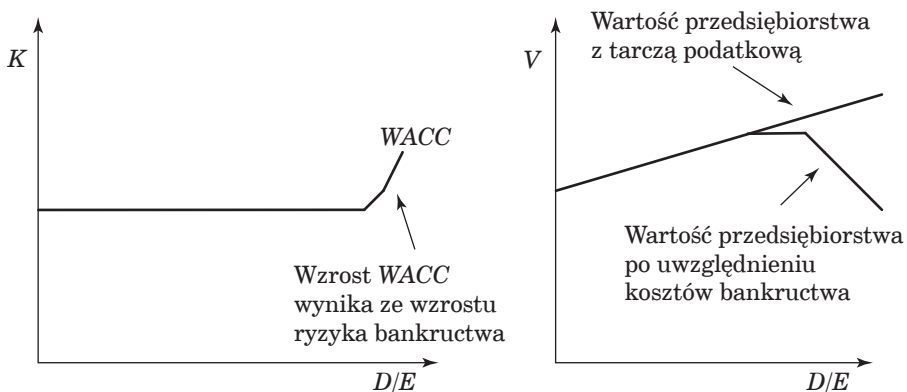
Wpływ zmiany struktury kapitału na WACC i wartość przedsiębiorstwa – model MM z uwzględnieniem podatku dochodowego od osób prawnych



Źródło: Opracowanie na podstawie: A. Cwynar, W. Cwynar, *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości, Warszawa-Rzeszów 2007, s. 137.

Rysunek 4

Wpływ zmiany struktury kapitału na WACC i wartość przedsiębiorstwa – model MM z uwzględnieniem kosztów bankructwa



Oznaczenia: jak na rysunku 1.

Źródło: Opracowanie na podstawie: J. Berk, P. DeMarzo, *Corporate...*, jw., s. 502.

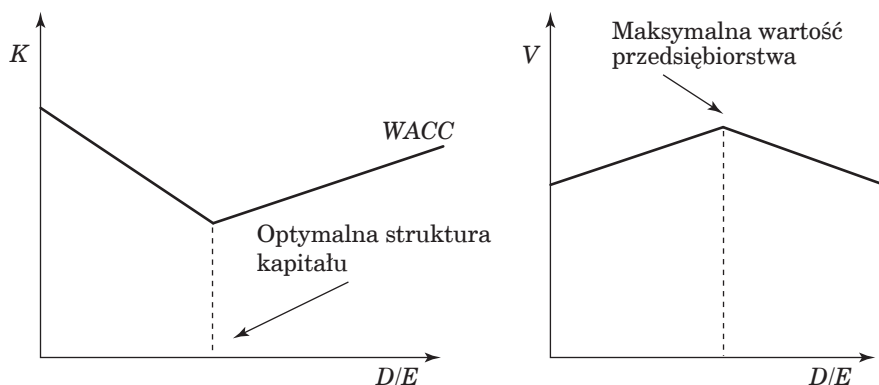
wyprzedaż aktywów)¹⁵. Wzrost ryzyka finansowego skutkuje wyższą stopą zwrotu oczekiwaną przez inwestorów, co w konsekwencji prowadzi do spadku

¹⁵ Por. F.F. Fabozzi, P.P. Peterson, *Financial Management & Analysis*, Wiley, Hoboken 2003, s. 610 oraz J. Berk, P. DeMarzo, *Corporate Finance*, Pearson, New York 2007, s. 495–496.

wartości rynkowej przedsiębiorstwa (por. rys. 4). Dodatkowym czynnikiem ograniczającym możliwość zastosowania długu jest wyższa stopa opodatkowania dochodów inwestorów z tytułu posiadania instrumentów dłużnych w porównaniu z opodatkowaniem dochodów z tytułu posiadania akcji (problem ten pojawił się po uchynieniu kolejnego założenia o braku podatków dochodowych płaconych przez inwestorów)¹⁶.

W związku z tym pojawia się konieczność ustalenia maksymalnego poziomu zadłużenia pozwalającego na korzystanie z zalet finansowania obcego przy akceptowalnym poziomie ryzyka bankructwa. Próbę rozwiązania powyższego problemu daje teoria substytucji (statyczna teoria wyboru, *Trade-off Theory*) wskazująca na możliwości zastępowania kapitału własnego przez dług lub odwrotnie, długu przez kapitał własny, do momentu osiągnięcia maksymalnej wartości rynkowej przez przedsiębiorstwo (por. rys. 5). Zgodnie z tą teorią, całkowita wartość przedsiębiorstwa korzystającego z długu odpowiada wartości przedsiębiorstwa finansowanego wyłącznie kapitałem własnym powiększonej o bieżącą wartość korzyści podatkowych, pomniejszonej o bieżącą wartość kosztów bankructwa¹⁷.

Rysunek 5
Wpływ zmiany struktury kapitału na WACC i wartość przedsiębiorstwa
– teoria substytucji



Oznaczenia: jak na rysunku 1.

Źródło: Opracowanie na podstawie: A.A. Groppelli, E. Nikbakht, *Finance*, jw., s.250.

¹⁶ Badania nad znaczeniem zróżnicowania podatku od dochodów inwestorów dla kształtowania struktury kapitału przedsiębiorstwa prowadził M. Miller, *Debt and Taxes*, „*Journal of Finance*” 1977, nr 32, s. 261–275 oraz M. Miller, M. Scholes, *Dividends and Taxes*, „*Journal of Financial Economics*”, December 1978, s. 333–364. Por. H.K. Baker, G.E. Powell, *Understanding Financial Management*, Blackwell Publishing, Oxford 2005, s. 385–386.

¹⁷ Por. J. Berk, P. DeMarzo, *Corporate...*, jw., s. 501 oraz A. Cwynar, W. Cwynar, *Kreowanie...*, jw., s. 140.

Teoria substytucji uwzględnia nie tylko udział kapitału własnego i kapitału obcego w źródłach finansowania, ale także relację korzyści do ryzyka¹⁸. Niski poziom zadłużenia charakteryzuje się małym prawdopodobieństwem wystąpienia trudności finansowych, więc przeważają korzyści wynikające z osłony podatkowej. Jednakże wraz ze wzrostem udziału długu w strukturze kapitału, rośnie poziom kosztów bankructwa zmniejszając korzyści podatkowe przedsiębiorstwa. Zestawiając ze sobą te dwie sprzeczne tendencje, można wyznaczyć taką relację kapitału własnego do długu, przy której korzyści wynikające z tarczy podatkowej zrównają się z kosztami trudności finansowych, otrzymując w ten sposób optymalną strukturę kapitału.

W rozszerzonej wersji teorii substytucji są uwzględniane także koszty agencji, które towarzyszą konfliktom interesów poszczególnych grup interesariuszy¹⁹. Teoria agencji analizuje kilka potencjalnych płaszczyzn konfliktu, jednak największy wpływ na kształt struktury kapitału mają dwa rodzaje relacji: właściciele – menedżerowie oraz właściciele – wierzyciele.

Konflikt między właścicielami a menedżerami pojawia się w sytuacji, gdy zarząd wykorzystuje posiadane informacje na temat sytuacji finansowej przedsiębiorstwa dla osiągnięcia własnych celów, sprzecznych z interesami właścicieli. Menedżerowie w obawie o utratę swojej pozycji, mogą nie podejmować projektów inwestycyjnych obarczonych wysokim ryzykiem, ale korzystnych z punktu widzenia przedsiębiorstwa, co może prowadzić do niedoinwestowania. Z drugiej strony, mogą być skłonni podejmować nierentowne inwestycje, których celem jest zwiększenie skali działania i wzrostu prestiżu menedżera, co jednak nie znajdzie odzwierciedlenia w wynikach finansowych przedsiębiorstwa (działania takie określane są mianem budowania imperium, *empire building*)²⁰. W związku z tym właściciele zmuszeni są podejmować działania mające na celu zapewnienie zbieżności interesów menedżerów z celami przedsiębiorstwa. Jednakże działania te powodują powstawanie kosztów agencji, takich jak: koszty monitorowania działań zarządu czy też koszty wprowadzenia programów motywacyjnych dla kadry zarządzającej. Okazuje się jednak, że koszty agencji mogą być ograniczone przez zastosowanie długu. Konieczność bieżącej obsługi zobowiązań, zmniejsza poziom wolnych przepływów pieniężnych pozostawiających w rękach menedżerów.

¹⁸ Por. A. Duliniec, *Struktura ...*, jw., s. 128.

¹⁹ Interesariusze (udziałowcy zewnętrzni, *stakeholders*) to wszystkie grupy i jednostki funkcjonujące w bliższym lub dalszym otoczeniu przedsiębiorstwa, które pozostają pod jego wpływem i jednocześnie swoim działaniem mogą wywierać wpływ na to przedsiębiorstwo. Teoria agencji traktuje przedsiębiorstwo jako układ kontraktów między różnymi podmiotami. Każda grupa podmiotów dąży do maksymalizacji swojej użyteczności, co w konsekwencji może prowadzić do występowania konfliktu interesów. Teoria agencji opisuje konflikt na płaszczyźnie: właściciele – wierzyciele, właściciele – menedżerowie oraz przedsiębiorstwo – klienci. Teorię agencji sformułowali w 1976 r. M. Jensen i W. Meckling: *The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, nr 3, s. 305–360. Por. F.J. Fabozzi, P.P. Peterson, *Financial...*, jw., s. 22 oraz W.L. Megginson, S.B. Smart, *Introduction to Corporate Finance*, Thomson, South-Western, Mason-London 2006, s. 29.

²⁰ Por. J. Berk, P. DeMarzo, *Corporate...*, jw., s. 509.

stających do dyspozycji menedżerów (*Free Cash Flow Hypothesis*)²¹ i wymusza bardziej efektywne wykorzystanie posiadanych środków, co powinno prowadzić do wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Wprowadzenie długu do struktury kapitału działa także dyscyplinująco na zarząd przez poddanie ich działań kontroli ze strony wierzycieli przedsiębiorstwa.

Z kolei konflikt między właścicielami a wierzycielami pojawia się w związku z wysokim zadłużeniem przedsiębiorstwa, które może prowadzić do zmniejszenia jego wartości rynkowej. Koszty agencyjne długu wynikają z konieczności rezygnacji z realizacji projektów inwestycyjnych o dodatniej wartości NPV, które byłyby realizowane, gdyby przedsiębiorstwo nie było obciążone płatnościami z tytułu korzystania z kapitału obcego. Drugim źródłem kosztów agencyjnych długu może być skłonność właścicieli do podejmowania działań, których celem ma być wzrost wartości rynkowej kapitału własnego, kosztem zmniejszenia wartości rynkowej długu, co w rezultacie może jednak prowadzić do spadku wartości rynkowej całego przedsiębiorstwa. W związku z tym, rozbudowana teoria substytucji, po stronie korzyści płynących z zastosowania długu, powinna uwzględniać, obok tarczy podatkowej, możliwość zmniejszenia kosztów agencji związanych z konfliktem między właścicielami a menedżerami. Z kolei po stronie zagrożeń powinny znaleźć się koszty bankructwa oraz koszty agencyjne długu. Zgodnie z rozszerzoną teorią substytucji (*Agency Cost/ Tax Shield Trade-off Theory*), całkowita wartość przedsiębiorstwa korzystającego z długu odpowiada wartości przedsiębiorstwa finansowanego wyłącznie kapitałem własnym powiększonej o bieżącą wartość korzyści podatkowych i ograniczonych kosztów agencji, pomniejszonej o bieżącą wartość kosztów bankructwa i kosztów agencyjnych długu²². Podsumowanie rozważań na temat wybranych teorii struktury kapitału zawiera tabela 2.

Optymalna struktura kapitału prowadzi do osiągnięcia równowagi między ryzykiem przedsiębiorstwa a osiąganą rentownością i dzięki temu pozwala na maksymalizowanie ceny kapitału akcyjnego (maksymalizowanie wartości rynkowej przedsiębiorstwa)²³. W związku z tym, przedsiębiorstwo powinno dążyć do osiągnięcia optymalnej struktury kapitału zwiększającej jego wartość rynkową i majątek jego właścicieli. Podstawowy problem związany z kształtowaniem struktury kapitału w przedsiębiorstwie polega na znalezieniu kompromisu między wzrostem bogactwa właścicieli a wzrostem ryzyka wynikającym ze zwiększonego poziomu zadłużenia.

W teorii finansów nie opracowano dotychczas jednego, uniwersalnego wzorca optymalnej struktury kapitału, który mógłby być wykorzystywany w praktyce gospodarczej przez wszystkie przedsiębiorstwa. W rzeczywistości na decyzje

²¹ Hipotezę dotyczącą wolnych przepływów pieniężnych przedstawił w 1986 roku M. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, „American Economic Review” 1986, nr 76, s. 323–329. Por. J. Berk, P. DeMarzo, *Corporate...*, jw., s. 509.

²² Por. W.L. Megginson, S.B. Smart, *Introduction...*, jw., s. 517.

²³ Por. E.F. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, jw., s. 168.

Tabela 2
Ewolucja teorii struktury kapitału – ujęcie modelowe

Teoria	Charakterystyka
Teoria Modiglianiego i Millera – model bez podatków	W świecie doskonałym struktura kapitału nie ma wpływu na wartość rynkową przedsiębiorstwa ani na średni ważony koszt kapitału.
Teoria Modiglianiego i Millera – model z podatkami	Tarcza podatkowa wynikająca z zastosowania kapitału obcego powoduje obniżenie kosztu kapitału przedsiębiorstwa, a dzięki temu wzrost jego wartości rynkowej.
Model Millera	Część korzyści wynikających z zastosowania długu może być utracona w związku z wyższym opodatkowaniem dochodów inwestorów z tytułu posiadania papierów dłużnych w porównaniu ze stopą opodatkowania dochodów z tytułu posiadania akcji.
Statyczna teoria substytucji	Istnieje optymalna struktura kapitału maksymalizująca wartość rynkową przedsiębiorstwa. Zastępowanie kapitału własnego długiem jest opłacalne dopóki korzyści podatkowe (tarcza podatkowa) przewyższają koszty trudności finansowych (koszty bankructwa).
Teoria substytucji uwzględniająca koszty agencji	Istnieje optymalna struktura kapitału maksymalizująca wartość rynkową przedsiębiorstwa. Zastępowanie kapitału własnego długiem jest opłacalne dopóki korzyści płynące z zastosowania długu (tarcza podatkowa, ograniczenie kosztów agencji) przewyższają zagrożenia wynikające z wysokiego poziomu zadłużenia (koszty bankructwa, koszty agencyjne długu).

Źródło: Opracowanie własne.

finansowe wpływa ogromna grupa zróżnicowanych czynników, z których istotną część stanowią czynniki indywidualne, charakterystyczne dla konkretnego przedsiębiorstwa. Co więcej, optymalna struktura kapitału ewoluuje w czasie wraz ze zmianami zachodzącymi w przedsiębiorstwie i jego otoczeniu. Dążenie do optymalnej struktury kapitału jest więc procesem ciągłym i skomplikowanym. Optymalizacja struktury kapitału powinna być jednym z najważniejszych celów strategii finansowej przedsiębiorstwa, nie tylko ze względu na możliwość zwiększenia jego wartości, ale także w związku z koniecznością niwelowania negatywnych skutków niewłaściwej struktury kapitałowej (np. zbyt wysokie ryzyko finansowe prowadzi do występowania kosztów trudności finansowych). Postulat o istnieniu optymalnej struktury kapitałowej oznacza także, że decyzje finansowe mają taki sam wpływ na efektywność przedsiębiorstwa, a w konsekwencji na jego wartość, jak decyzje inwestycyjne.

4. Kształtowanie struktury kapitału w warunkach asymetrii informacji

Współczesne przedsiębiorstwa funkcjonują w warunkach niedoskonałego rynku kapitałowego charakteryzującego się znacznym poziomem ryzyka i niepewności. W takiej sytuacji szczególnego znaczenia w procesie kształtowania struktury kapitału nabiera asymetria informacji. Zjawisko to polega na tym, iż jedna ze stron transakcji ma dostęp do pełniejszych i lepszych informacji na temat warunków podejmowanej decyzji inwestycyjnej lub finansowej niż druga²⁴. Zwykle zarząd spółki posiada dostęp do większej liczby informacji na temat obecnej i przyszłej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa niż aktualni i potencjalni inwestorzy. Różny dostęp do informacji mogą mieć także poszczególne grupy inwestorów – inwestorzy instytucjonalni z reguły mają większe możliwości pozyskania, oceny i wykorzystania informacji na temat sytuacji finansowej spółki poszukującej kapitału niż inwestorzy indywidualni. Asymetria informacji może mieć charakter:

- asymetrii *ex ante* (negatywna selekcja) – gdy inwestor nie jest w stanie ocenić szans powodzenia projektów inwestycyjnych będących przedmiotem finansowania,
- asymetrii *ex post* (hazard moralny) – gdy kapitałobiorca może podjąć działania niepożądane z punktu widzenia interesów inwestora²⁵.

W związku z powszechnym występowaniem zjawiska asymetrii informacji, inwestorzy starają się odczytać informacje ukryte w decyzjach zarządu spółki, traktując je jako sygnały dostarczające wiadomości o tym, jak kierownictwo przedsiębiorstwa postrzega jego perspektywy (inwestorzy interesują się głównie decyzjami z zakresu kształtowania struktury kapitału oraz polityki transferu korzyści dla akcjonariuszy)²⁶. Zgodnie z założeniami teorii sygnalizacji, uwzględniającej występowanie asymetrii informacji

²⁴ Teoria asymetrii informacji kwestionuje założenie teorii Modiglianiego i Millera o występowaniu rynków doskonałych. Zjawisko asymetrii informacji oraz teoria sygnalizacji są przedmiotem licznych badań teoretycznych i empirycznych od czasu publikacji pionierskich prac G.A. Akerlofa w 1970 r. (*The Market for Lemons: Quality, Uncertainty, and the Market Mechanism*, „Quarterly Journal of Economics” 1970, nr 84, s. 488–500) na temat asymetrii informacji występującej między sprzedającym i kupującym na rynku samochodów używanych oraz A.M. Spence’a w 1973 r. zawierającej fundamentalne założenia procesu sygnalizacji. Teorie te mają zastosowanie do każdego rodzaju rynków i wszelkiego typu transakcji, w których strony umowy mają zróżnicowany poziom informacji na temat zawieranej transakcji. W roku 1977 H. Leland i D. Pyle zastosowali asymetrię informacji i negatywną selekcję do analizy rynków akcji, swoje obserwacje opublikowali w: *Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation*, „Journal of Finance” 1977, nr 32, s. 371–387. Por. J. Berk, P. DeMarzo, *Corporate...*, jw., s. 495–496.

²⁵ Więcej informacji na temat skutków zjawiska asymetrii informacji w G. Łukasik, *Konflikty interesów uczestników rynku kapitałowego i ich wpływ na wybory przedsiębiorstwa*, w: *Rynki finansowe*, red. H. Mamcarz, UMCS, Lublin 2006, s. 302.

²⁶ Por. T.E. Copeland, J.F. Weston, K. Shastri, *Financial Theory and Corporate Policy*, Pearson Education, New York 2005, s. 415.

na rynku kapitałowym, inwestorzy pozytywnie odbierają decyzje zarządu o zwiększeniu zadłużenia podmiotu. Ocena ta opiera się na założeniu, że sytuacja przedsiębiorstwa w przyszłości pozwoli na terminową spłatę pożyczonego kapitału. Natomiast decyzja zarządu o emisji akcji odbierana jest jako negatywny sygnał na temat przyszłości spółki i prowadzi do spadku cen akcji. Emisja akcji traktowana jest jako działanie zmierzające do przetrzucenia części ryzyka ponoszonego przez dotychczasowych właścicieli przedsiębiorstwa na nowych inwestorów. Dodatkowo, wzbudza podejrzenie, że akcje spółki są zbyt wysoko wycenione – spółka dąży do pozyskania jak największej kwoty kapitału, jednocześnie starając się ograniczyć skutki rozproszenia własności, emitując niewielką liczbę akcji. Z powodu występowania asymetrii informacji inwestorzy nie mogą ocenić, które emisje akcji przeprowadzane są w związku z przewartościowaniem, a które nie, więc traktują każdą informację o emisji nowych akcji jako negatywny sygnał. Menedżerowie, mając świadomość takiego odbioru informacji, wykorzystują emisję akcji jako ostateczne źródło finansowania. W związku z tym, przedsiębiorstwo powinno zachować rezerwową zdolność kredytową, którą będzie można wykorzystać w przypadku pojawienia się wyjątkowo korzystnych możliwości inwestycyjnych. Oznacza to, iż przedsiębiorstwo powinno w większym stopniu korzystać z kapitału własnego, ograniczając udział długu w strukturze finansowania do poziomu niższego niż wynikałoby to z optymalnej struktury kapitału²⁷. Wybór niewłaściwej struktury kapitału, z punktu widzenia teorii sygnalizacji, może spowodować powstanie kosztów asymetrii informacji.

Asymetria informacji oraz teoria sygnalizacji są związane z teorią hierarchii wyboru źródeł finansowania (*Pecking Order Theory*) uwzględniającej dostępność i koszt kapitału pochodzącego z różnych źródeł (stanowiącej pewien kontrast do założeń teorii optymalnej struktury kapitału)²⁸. Zgodnie z tą teorią, przedsiębiorstwo w pierwszej kolejności korzysta z funduszy wewnętrznych wypracowanych w trakcie prowadzenia działalności gospodarczej. Samofinansowanie pozwala przedsiębiorstwu na zachowanie niezależności ekonomicznej oraz ograniczenie wpływu rynku finansowego na jego funkcjonowanie. Poprzez zatrzymanie zysku przedsiębiorstwo unika czasochłonnej i często kosztowej procedury pozyskania kapitału od zewnętrznych inwestorów, tak wierzycieli, jak i właścicieli. Dodatkowo, w ten sposób można uniknąć konieczności publicznego ujawniania informacji na temat działalności spółki, które mogą być wykorzystane przez konkurencję. Niechęć menedżerów do pozyskiwania funduszy ze źródeł zewnętrznych związana jest również z dyscyplinującym wpływem rynku finansowego, ponieważ inwestorzy działający na rynku finansowym szczegółowo badają i weryfikują infor-

²⁷ Więcej na ten temat: J. Gajdka, *Teorie...*, jw., s. 248–258.

²⁸ Teoria hierarchii źródeł finansowania została sformułowana w 1984 r. przez S. Myersa, *The Capital Structure Puzzle*, „*Journal of Finance*” 1984, nr 39, s. 575–592. Por. G. Arnold, *Corporate Financial Management*, Prentice Hall, Harlow 2002, s. 827.

macje przekazywane przez spółki poszukujące kapitału. Następne w kolejności źródło środków stanowi kapitał obcy pozyskiwany zarówno w systemie bankowym w formie pożyczek lub kredytów, jak i na rynku finansowym przez emisję długo- lub krótkoterminowych papierów dłużnych. Po wykorzystaniu źródeł kapitału obcego przedsiębiorstwa emitują instrumenty hybrydowe. Ostatnim źródłem dodatkowych funduszy przedsiębiorstwa, ze względu na wysoki koszt jego pozyskiwania, jest podwyższanie kapitału własnego w drodze emisji akcji.

Zwolennicy teorii kolejności źródeł finansowania podkreślają, iż finansowanie własne znajduje się na obu końcach układu hierarchicznego – zatrzymanie zysków na szczycie oraz emisja nowych akcji na samym dole – w związku z tym mogą wystąpić trudności w zastępowaniu długu kapitałem własnym i odwrotnie, kapitału własnego długiem, w dążeniu do uzyskania docelowej struktury kapitału. Struktura kapitału stanowi bowiem odzwierciedlenie skumulowanych potrzeb przedsiębiorstwa na zewnętrzne źródła funduszy oraz preferowania kapitału obcego jako sposobu finansowania²⁹. W tym miejscu pojawia się wątpliwość, czy teoria kolejności źródeł finansowania jest zgodna z założeniami teorii substytucji? Rozwiązanie tego problemu wymaga przeprowadzenia pogłębionych badań w zakresie porównania kosztu kapitału pochodzącego z różnych źródeł.

W ostatnich latach licznych zwolenników zdobywa kolejna teoria próbująca wyjaśnić sposób kształtowania struktury kapitału przedsiębiorstwa. Teoria ta zwraca uwagę na wpływ sytuacji na rynku kapitałowym oraz informacji z niego płynących na decyzje o wyborze źródeł pozyskiwania kapitału (*Market Timing View of Capital Structure, Windows of Opportunity Theory*)³⁰. Istotna jest w tym przypadku rynkowa wycena akcji przedsiębiorstwa – odbierana przez menedżerów jako niedowartościowanie lub przewartościowanie, stanowi podstawę kształtowania struktury kapitałowej przedsiębiorstwa. W sytuacji wysokiej wyceny akcji i dużego zainteresowania inwestorów (określanej mianem *window of opportunity* lub *hot market*) menedżerowie są skłonni przeprowadzić emisję akcji, nawet jeśli dostępne są jeszcze źródła kapitału obcego. W przypadku niedowartościowania cen akcji oraz niskiego popytu na rynku na akcje nowej emisji, menedżerowie wybierają wewnętrzne źródła kapitału własnego lub poszukują kapitału obcego. W związku z tym, można stwierdzić, iż korzystna sytuacja na rynku kapitałowym może skłaniać menedżerów do podejmowania decyzji niezgodnych z założeniami teorii substytucji i teorii hierarchii źródeł finansowania. Oznacza to, że struktura kapitału przedsiębiorstwa determinowana jest przez czynniki zewnętrzne wpływające na rynek akcji, a nie przez

²⁹ Por. H.K. Baker, G.E. Powell, *Understanding...*, jw., s. 392.

³⁰ Badania w tym obszarze prowadzili A. Wurgler, M. Baker, *Market Timing and Capital Structure*, „Journal of Finance” 2002, nr 57, s. 1–37. Stwierdzono, że struktura kapitału jest skumulowanym efektem przeszłych prób wyboru właściwego momentu na rynku kapitałowym do przeprowadzenia emisji akcji (*Timing Capital Structure Story*).

Tabela 3
Teorie struktury kapitału uwzględniające asymetrię informacji

Teoria	Charakterystyka
Teoria sygnalizacji	Decyzje zarządu dotyczące wyboru źródeł finansowania działalności przedsiębiorstwa traktowane są jak sygnały o przyszłej kondycji finansowej podmiotu: decyzja o emisji akcji traktowana jest jako sygnał negatywny, a decyzja o zwiększeniu poziomu zadłużenia – jako sygnał pozytywny. W związku z tym przedsiębiorstwo powinno utrzymywać rezerwową zdolność kredytową (poziom zadłużenia poniżej optymalnego), aby uniknąć wysyłania negatywnych sygnałów.
Teoria hierarchii źródeł finansowania	Przedsiębiorstwo kieruje się ściśle określoną hierarchią wyboru źródeł finansowania: w pierwszej kolejności wykorzystuje wewnętrzne źródła kapitału własnego, następnie zwiększa poziom zadłużenia, w ostatniej kolejności przeprowadza emisję akcji – nie uwzględnia się postulatu o optymalizacji struktury kapitału.
Teoria momentu rynku	O strukturze kapitału przedsiębiorstwa decyduje sytuacja na rynku kapitałowym aktualna w momencie poszukiwania kapitału oraz sygnały płynące z tego rynku – nie uwzględnia się postulatu o optymalizacji struktury kapitału.

Źródło: Opracowanie własne.

wewnętrzne decyzje przedsiębiorstwa mające na celu optymalizację struktury kapitału.

Analizując teorie struktury kapitału, uwzględniające asymetrię informacji (por. tabela 3) można zauważyć, iż oddalają się one od postulatu o istnieniu optymalnej struktury kapitału. Zgodnie z ich założeniami, decyzje finansowe przedsiębiorstwa i kształt jego struktury kapitału w znacznej mierze uzależnione są od rodzaju informacji płynących z otoczenia przedsiębiorstwa. Informacje te świadczą o nastawieniu inwestorów i ich skłonności do przekazania swoich środków przedsiębiorstwu, a także decydują o jego wartości rynkowej.

Podsumowanie

Przedstawione stanowiska teoretyczne wskazują na różnorodne czynniki mające wpływ na kształt struktury kapitałowej przedsiębiorstwa takie jak: rozwiązania podatkowe, koszty bankructwa, koszty agencji, asymetria informacji, moment rynku. Prowadzone od ponad 50 lat badania teore-

tyczne wskazują na istotność i złożony charakter poruszanej problematyki. Zagadnienia dotyczące kształtowania struktury kapitału są nadal aktualne ze względu na ciągłe zmiany zachodzące w otoczeniu prawnym i finansowym przedsiębiorstwa, prowadzące do powstawania nowych instrumentów i rozwiązań zwiększających możliwości wyboru strategii kształtowania struktury kapitału zgodnej z jego potrzebami i dążeniami. Ciągłemu rozwojowi teorii towarzyszą liczne badania empiryczne, które często prezentują sprzeczne wnioski³¹. Oznacza to, że praktyka gospodarcza jest bardziej złożona i wymusza podejmowanie decyzji niekoniecznie zgodnych z założeniami teoretycznymi. Brak jednoznacznych weryfikacji empirycznych, wywołuje konieczność poszukiwania nowych rozwiązań teoretycznych, w doskonalszy sposób odwzorowujących rzeczywistość gospodarczą.

³¹ Na przykład we Francji podjęto próbę weryfikacji teorii MM. Przeprowadzono badania obejmujące 243 firmy w okresie 1987–1996. Wyniki tego badania potwierdzają tezę modelu MM o braku związku pomiędzy poziomem długu a wartością przedsiębiorstwa. Stwierdzono, że zmiany w strukturze kapitału nie wyjaśniają zmian w wartości analizowanych przedsiębiorstw. Por. C. Carpentier, *The Valuation Effects of Long-term Changes in Capital Structure*, „International Journal of Managerial Finance” 2006, t. 2, nr 1.

Znane są także badania potwierdzające słuszność teorii substytucji – opublikowane na początku 2007 r. wyniki badań wskazują, iż pomimo tego, że przeszłość przedsiębiorstwa ma znaczny wpływ na kształt jego struktury kapitału (w szczególności wielkość generowanych strumieni pieniężnych, wysokość nakładów inwestycyjnych, wielkość zapotrzebowania na zasilenie zewnętrzne czy zmienność cen akcji), to jednak w dłuższym okresie struktura kapitału zmierza do docelowego wskaźnika zadłużenia odpowiadającego optymalnej kombinacji długu i kapitału własnego. Por. A. Kayhan, S. Titman, *Firms' Histories and Their Capital Structures*, „Journal of Financial Economics” 2007, t. 83, wyd.1.

Wyniki badań empirycznych wskazują także na istotność teorii hierarchii źródeł finansowania. Stwierdzono, że przedsiębiorstwa o wyższej rentowności prowadzą bardziej konserwatywną strategię finansowania, ostrożnie korzystając z kapitału obcego i preferując zyski zatrzymane. Por. E. Fama, K. French, *Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt*, „Review of Financial Studies” 2002, nr 15.

Przeprowadzono także badania empiryczne weryfikujące teorię podkreślającą znaczenie sytuacji na rynku kapitałowym. W roku 2004 J. Welch potwierdził, iż struktura kapitału determinowana jest przez czynniki zewnętrzne wpływające na rynek akcji, zaprzeczył więc możliwość aktywnego wpływania na kształt struktury kapitału – „inertia proposition”). Natomiast w 2006 r. A. Hovakimian stwierdził, iż rzeczywiście operacje podwyższania kapitału własnego w drodze emisji akcji dopasowane są do warunków panujących na rynku kapitału własnego, jednakże nie mają długotrwałego wpływu na kształt struktury kapitału przedsiębiorstwa. Do podobnych wniosków doszedł A. Aydogan, który stwierdził, iż moment rynku jest szczególnie ważny w przypadku IPO, jednak pod koniec drugiego roku po upublicznieniu spółki, wpływ *market timing* całkowicie zanika. Przytoczone badania potwierdzają więc istotność wyboru właściwego momentu rynku, różnią się natomiast wnioskami co do trwałości wpływu tego czynnika na strukturę kapitałową przedsiębiorstwa. Por. J. Welch, *Capital Structure and Stock Returns*, „Journal of Political Economy” 2004, t. 112, nr 1; A. Hovakimian, *Are Observed Capital Structures Determined by Equity Market Timing?*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 2006, t. 41, wyd. 1; A. Aydogan, *How Persistent is the Impact of Market Timing on Capital Structure?*, „The Journal of Finance” 2006, t. 61, wyd. 4.

Bibliografia

1. Arnold G., *Corporate Financial Management*, Prentice Hall, Harlow 2002.
2. Aydogan A., *How Persistent is the Impact of Market Timing on Capital Structure?*, „The Journal of Finance” 2006, t. 61, wyd. 4.
3. Baker H.K., Powell G.E., *Understanding Financial Management*, Blackwell Publishing, Oxford 2005.
4. Berk J., DeMarzo P., *Corporate Finance*, Pearson, New York 2007.
5. Bień W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 1997.
6. Brigham E.F. Houston J., *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 2005.
7. Brigham E.F., *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1996.
8. Carpentier C., *The Valuation Effects of Long-term Changes in Capital Structure*, „International Journal of Managerial Finance” 2006, t. 2, nr 1.
9. Copeland T.E., Weston J.F., Shastri K., *Financial Theory and Corporate Policy*, Pearson Education, New York 2005.
10. Cwynar A., Cwynar W., *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości, Warszawa–Rzeszów 2007.
11. Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.
12. Duliniec A., *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
13. Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 2001.
14. Fabozzi F.F., Peterson P.P., *Financial Management & Analysis*, Wiley, Hoboken 2003.
15. Fama E., French K., *Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt*, „Review of Financial Studies” 2002, nr 15.
16. Gajdka J., *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2002.
17. Groppelli A.A., Nikbakht E., *Finance*, Barron’s, New York 2006.
18. Hovakimian A., *Are Observed Capital Structures Determined by Equity Market Timing?*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 2006, t. 41, wyd. 1.
19. Ickiewicz J., *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, SGH, Warszawa 2001.
20. Jerzemowska M., *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, PWN, Warszawa 1999.
21. Kayhan A., Titman S., *Firms’ Histories and Their Capital Structures*, „Journal of Financial Economics” 2007, t. 83, wyd. 1.
22. Lumbly S., *Investment Appraisal and Financial Decisions*, Chapman & Hall, New York 1994.
23. Łukasik G., *Konflikty interesów uczestników rynku kapitałowego i ich wpływ na wybory przedsiębiorstwa*, w: *Rynki finansowe*, red. H. Mamcarz, UMCS, Lublin 2006.
24. Masulis R.W., *The Debt Equity Choice*, Ballinger Publishing Company, Cambridge 1988.
25. McLaney E.J., *Business Finance*, Pitman Publishing, London 1997.
26. Megginson W.L., Smart S.B., *Introduction to Corporate Finance*, Thomson, South-Western, Mason–London 2006.

27. Rutkowski A., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2003.
28. Shim J.K., J.G. Siegel, *Dyrektor finansowy*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2001.
29. Welch J., *Capital structure and Stock Returns*, „Journal of Political Economy” 2004, t. 112, nr 1.
30. Weston J.F., Copeland T.F., *Managerial Finance*, The Dryden Press, New York 1991.
31. Wurgler A., Baker M., *Market Timing and Capital Structure*, „Journal of Finance” 2002, nr 57.

The Evolution of the Capital Structure Theory

Summary

Capital structure is an important element of a corporate financial strategy. Capital structure affects the level of financial risk and weighted average cost of capital as well as the value of free cash flow for the company. In the modern theory of finance there are presented many studies devoted to the problem of capital structure and its influence on the company's value. This article presents the most important stages of the evolution of the capital structure theory.