

Krzysztof Janasz

Determinanty struktury kapitału w przedsiębiorstwie

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 21, 103-116

2011

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Krzysztof Janasz

DETERMINANTY STRUKTURY KAPITAŁU W PRZEDSIĘBIORSTWIE¹

Pojęcie kapitał to jedna z najbardziej wieloznacznych kategorii. We współczesnych naukach ekonomicznych definicja kapitału jest używana w ujęciu makroekonomicznym i mikroekonomicznym, i odnoszona do całej gospodarki lub przedsiębiorstw. Pojęcie to jest ogólną kategorią obejmującą trzy dość różne zjawiska ekonomiczne – kapitał rzeczowy, kapitał pieniężny i kapitał ludzki².

Kapitał jest pojęciem różnie definiowanym i interpretowanym w zależności od dyscypliny (dziedziny) ekonomicznej – ekonomii, finansów, rachunkowości *etc.* W mikroekonomicznym podejściu do kategorii kapitału wyróżnia się dwa pojęcia – **majątek**, który odgrywa czynną, aktywną rolę, a więc znajduje się po stronie aktywów bilansu, oraz – **kapitał**, odgrywający rolę pasywną, bierną. Znajduje on odzwierciedlenie w źródłach finansowania majątku po stronie pasywów bilansu.

Rozróżnienie kapitału w sensie finansowym i rachunkowym wynika przede wszystkim z innego rozumienia jego podstawowych funkcji. Kapitał w ujęciu rachunkowym nawiązuje do jego tradycyjnej definicji i dotyczy elementów pasywów w bilansie przedsiębiorstwa. Wyraża także wartość ewidencyjną, która nie jest stru-

¹ Praca naukowa finansowana ze środków na naukę w latach 2008–2010 jako projekt badawczy.

² T. Beck, R. Levine, *Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market – or Bank-Based System Matter?* „Journal of Financial Economics” 2002, 64 (2), s. 147–151; T. Łuczka, *Kapitał jako przedmiot gospodarki finansowej małego i średniego przedsiębiorstwa. Wprowadzenie do finansów przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 1997, s. 45.

mieniem. Jego efektem są aktywa generujące w przedsiębiorstwie nadwyżkę finansową będącą strumieniem³.

Najogólniej kapitał można określić jako nagromadzone dobro służące do rozwijania dalszej produkcji oraz zasoby pieniężne stosowane w produkcji⁴. Kapitał jest dobrem pożądanym, ponieważ umożliwia działalność, w której wyniku wzrasta jego wartość, ale umożliwia osiągnięcie i utrzymanie przewagi konkurencyjnej na rynku.

Celem artykułu jest przedstawienie istoty, zakresu i determinant struktury kapitału w przedsiębiorstwie, która jest niezwykle istotnym czynnikiem w procesie finansowania rozwoju innowacyjnego podmiotów gospodarczych. W rozważaniach na temat kapitałów finansujących działalność innowacyjną przedsiębiorstwa istotne jest precyzyjne zdefiniowanie struktury kapitału oraz określenie różnic między strukturą kapitału a strukturą pasywów w bilansie przedsiębiorstwa i strukturą źródeł finansowania. W literaturze finansowej nie ma pełnej zgodności co do definicji struktury kapitału w przedsiębiorstwie⁵.

Według R. Masulisa, R. Westerfielda, S. Rossa i J. Jaffe oraz R. Higginsa⁶, strukturę kapitału utożsamia się ze strukturą pasywów, zwaną też strukturą finansowania, którą można odczytać z prawej strony bilansu.

Rozważania na temat wzajemnych relacji korzyści i kosztów związanych z zaciąganiem zobowiązań w kontekście poszukiwania optymalnej struktury kapitału w przedsiębiorstwie noszą w literaturze nazwę teorii substytucji⁷. Jest to teoria, która dotyczy wyłącznie problemu optymalizacji struktury kapitału przy założeniu, że wartość aktywów i całkowitego kapitału zainwestowanego w przedsiębiorstwo jest stała. Według niej, na kształtowanie się wartości przedsiębiorstwa korzystającego z kapitałów obcych mają wpływ zarówno korzyści podatkowe, związane z oprocent-

³ Zob. J. Iwin-Garzyńska, *O finansowej istocie kapitału. Esej*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2006, s. 15.

⁴ H. Towarnicka, *Strategia inwestycyjna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2003, s. 20.

⁵ A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 12.

⁶ Zob. R.W. Masulis, *The Debt/Equity Choice*, Ballinger Publishing Company, Cambridge 1988, s. 1; S.A. Ross, R.W. Westerfield, J. Jaffe, *Corporate Finance*, Irwin, Chicago 1996, s. 4; R.C. Higgins, *Analysis for Financial Management*, Irwin, Homewood 1992, s. 344–345.

⁷ Szerzej na ten temat zob. S.C. Myers, *The Capital Structure Puzzle*, „Journal of Finance”, July 1984, Vol. 39, No. 3, s. 575.

towaniem długu, jak i koszty trudności finansowych wynikające z ryzyka niewypłacalności, jakie towarzyszy zaciąganiu pożyczek, a zatem:

$$W_{ko} = W_0 + PV_{kp} - PV_{kf} \quad (1.1)$$

gdzie:

- W_{ko} – wartość przedsiębiorstwa wykorzystującego kapitał obcy ($ko > 0$),
- W_0 – wartość przedsiębiorstwa finansowanego wyłącznie kapitałem własnym ($ko = 0$),
- PV_{kp} – bieżąca wartość korzyści podatkowych związanych z płatnością oprocentowania od kapitału obcego,
- PV_{kf} – bieżąca wartość kosztów trudności finansowych.

Każde przedsiębiorstwo wykorzystuje kapitał własny do swojego rozwoju, lecz zazwyczaj jest on niewystarczający. Wówczas trzeba sięgnąć po kapitał obcy. Stosunek kapitału obcego do kapitału własnego nazywa się **strukturą kapitału**. Relacja zadłużenia długoterminowego do kapitału własnego jest podstawowym czynnikiem, który kształtuje strukturę kapitału. Powinna ona odzwierciedlać równowagę między ryzykiem wytwórcy i ryzykiem finansowym. Wysokiemu ryzyku wytwórcy powinno towarzyszyć niskie ryzyko finansowe i odwrotnie: przedsiębiorstwa o niskim ryzyku mogą pożyczać większe środki finansowe.

Struktura kapitału jest także jednym z podstawowych i wciąż dyskutowanych zagadnień gospodarki finansowej oraz zwiększania wartości przedsiębiorstwa. Znajduje to wyraz w różnych teoriach struktury kapitału. W literaturze jest kilka propozycji klasyfikacji tych teorii. Według S. Myersa⁸, teorie te mogą być podzielone na dwie grupy: jedne zakładają istnienie optymalnej relacji długu i kapitału własnego, drugie stwierdzają, że nie ma dobrze zdefiniowanego celu doboru struktury kapitału.

W pierwszej grupie dominuje oparty na koncepcji F. Modiglianiego i M. Millera⁹ model statycznego kompromisu. Według tej teorii, optymalna struktura kapitału jest osiągnięta wówczas, gdy krańcowa wartość aktualna efektu tarczy podatkowej

⁸ *Ibidem*, s. 576–592.

⁹ Por. F. Modigliani, M.H. Miller, *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*, „American Economic Review” 1958, No. 48, s. 261–297.

z dodatkowego długu jest równa końcowej wartości aktualnej kosztu trudności finansowych wynikających z dodatkowego długu¹⁰.

Model Modiglianiego i Millera (M & M) opiera się na następujących założeniach:

- a) oczekiwania wszystkich inwestorów co do spodziewanych, przyszłych dochodów podmiotów i ryzyka towarzyszącego tym dochodom są jednakowe;
- b) podmioty o takich samych spodziewanych dochodach i takim samym ryzyku operacyjnym są zaliczane do jednej grupy ryzyka i są względem siebie substytutami;
- c) zysk operacyjny uzyskiwany przez dane przedsiębiorstwo jest stały w całym okresie, a więc podmiot się nie rozwija, a jego wzrost ma charakter zerowy (reprodukcja prosta);
- d) rynki kapitałowe mają charakter doskonale konkurencyjnych, co oznacza, że wszyscy inwestorzy mają jednakowy dostęp do informacji, nie występują koszty transakcyjne, nie występuje ryzyko niewypłacalności oraz wszyscy uczestnicy rynku kapitałowego mogą korzystać z kapitału po tej samej stopie procentowej, wolnej od ryzyka.

Do drugiej grupy należy teoria kolejności wyboru, w której sugeruje się, że nie ma optymalnej struktury kapitału. W koncepcji tej założono, że spółki preferują wewnętrzne finansowanie, na przykład z zysków i amortyzacji, a gdy wewnętrzny przyływ pieniądza jest niewystarczający do finansowania wydatków kapitałowych, powinny pożyczać, a nie emitować akcje. Nie ma zatem dobrze zdefiniowanej optymalnej dźwigni finansowej, ponieważ są dwa rodzaje kapitału własnego: wewnętrzny i zewnętrzny, z których jeden jest na szczycie, a drugi na dole kolejności wyboru¹¹. Ustalona na podstawie modelu statycznego kompromisu optymalna struktura kapitału powinna dawać większe zwroty akcjonariuszom niż otrzymałaby spółka, gdyby była całkowicie finansowana przez kapitał własny.

¹⁰ Optymalną strukturę kapitału zakładają także teorie sygnalizacji, agencji, wolnych przepływów pieniężnych.

¹¹ T. Jurkowski, *Struktura kapitału a dynamika otoczenia przedsiębiorstwa*, w: *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstw. Teoria i praktyka*, red. E. Urbańczyk, t. I, Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2005, s. 297.

Z kolei według E. Helferta¹², J. Downesa i J. Goldmana¹³, przez strukturę kapitału w firmie rozumie się jedynie podział kapitału stałego (długoterminowego) na kapitał własny i zobowiązania długoterminowe. Kapitał krótkoterminowy zaangażowany w przedsiębiorstwie ulega ciągłym zmianom. W dłuższym okresie o wielkości i strukturze kapitału decyduje kapitał długoterminowy. Według R. Brealey'a i S. Myersa¹⁴, struktura kapitału to struktura papierów wartościowych wyemitowanych przez przedsiębiorstwo z podziałem na papiery dłużne (bony, obligacje) oraz papiery właścicielskie, takie jak akcje zwykłe i uprzywilejowane (kapitał akcyjny). Metodą zwiększania swojego kapitału jest zatem emisja akcji. Akcja jest papierem wartościowym udziałowym i stwierdza udział jego posiadacza w spółce akcyjnej, a tym samym w jej kapitale. Dochód z akcji składa się z dwóch elementów¹⁵:

- bieżącego kursu rynkowego danego waloru,
- wypłacanej przez firmę (emitenta) dywidendy z wypracowanych przez nią zysków.

Dla inwestorów i emitentów ważne jest określenie ceny akcji. Dla inwestora informacja taka jest niezbędna do ustalenia, czy inwestowanie w akcje danej firmy będzie dla niego opłacalne w porównaniu z innymi źródłami inwestowania, natomiast dla emitenta jest to także bardzo ważne, gdyż chce on zawsze poznać przyszłe tendencje kształtowania się kursów jego akcji, by móc na przykład odpowiednio wcześniej przygotować nową emisję akcji. Akcje zwykłe określają udział we własności przedsiębiorstwa i przynoszą dochód w postaci dywidendy o zmiennej wysokości, zwykle rosnącej w czasie. Warto także zwrócić uwagę na badania prowadzone w zakresie zarządzania strategicznego, ponieważ potwierdzają one związek między strategią przedsiębiorstwa a strukturą jego kapitału. Na przykład S. Barton i P. Gordon¹⁶ wykazali związek między czynnikami finansowymi i strukturą kapitału, zależną od wyboru strategii podmiotu. Ponadto stwierdzili, że zysk przedsiębiorstw był ujem-

¹² E.A. Helfert, *Techniques of Financial Analysis. A Practical Guide to Managing and Measuring Business Performance*, Irvin, Burr ridge 1994, s. 482–483.

¹³ J. Downes, J.E. Goldman, *Dictionary of Finance and Investment Terms*, Barron's Educational Series Inc. Hauppauge 1991, s. 60.

¹⁴ R.A. Brealey, S.C. Myers, *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York 1991, s. 397.

¹⁵ *Ibidem*, s. 129.

¹⁶ S.L. Barton, P.J. Gordon, *Corporate Strategy and Capital Structure*, „Strategic Management Journal” 1988, No. 9, s. 623–632.

nie związany z ich zadłużeniem niezależnie od wybranej strategii. Z kolei S. Balakrishnan i J. Fox¹⁷, analizując struktury kapitału z perspektywy kosztów transakcyjnych, wykazali wpływ działalności badawczo-rozwojowej, wydatków na reklamę, kształtowania funduszy amortyzacyjnych oraz poziomu ryzyka ich działalności na strukturę kapitału.

Polscy autorzy również formułują swoje klasyfikacje teorii struktury kapitału. Przykładowo A. Duliniec wyróżnia trzy zasadnicze nurty teorii struktury kapitału: teorię podatkową, teorię kosztów kontraktowych oraz teorię kosztów informacyjnych¹⁸.

Struktura kapitału kształtuje się pod wpływem kilku czynników. Do najważniejszych z nich można zaliczyć:

- formę organizacyjno-prawną przedsiębiorstwa,
- jego sytuację finansową,
- ogólny stan gospodarki danego kraju.

Struktura organizacyjno-prawną przedsiębiorstwa w pewnym stopniu determinuje możliwości pozyskania kapitału pierwotnego w postaci kapitału zakładowego, akcyjnego, funduszu założycielskiego czy udziałowego. W kształtowaniu struktury kapitału kapitalne znaczenie ma sytuacja finansowa przedsiębiorstwa. Jeżeli dane przedsiębiorstwo osiąga wysoką efektywność, wyrażaną dynamiką zysku, wzrostem zyskowności kapitału własnego, to z reguły nie ma trudności z podwyższeniem kapitału akcyjnego.

S. Titman i R. Wessels, analizując czynniki struktury kapitału, wskazali, że najważniejsze z nich to dźwignia finansowa, nieodsetkowe tarcze podatkowe, zmienność zysku, perspektywy rozwoju, nietypowość produkcji, rentowność i wielkość przedsiębiorstwa¹⁹. Biorąc pod uwagę czynnik dźwigni finansowej, określono, że przedsiębiorstwa mające duży udział rzeczowych aktywów trwałych w strukturze majątku mogą w większym stopniu wykorzystać kapitał obcy do finansowania działalności innowacyjnej.

¹⁷ S. Balakrishnan, J. Fox, *Assets Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure*, „Strategic Management Journal” 1993, No. 14, s. 3–17.

¹⁸ A. Duliniec, *Najnowsze nurty w teorii struktury kapitału w przedsiębiorstwie*, w: *Zarządzanie finansami. Współczesne tendencje w teorii i praktyce*, red. D. Zarzecki, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2000, s. 502.

¹⁹ Zob. S. Titman, R. Wessels, *The Determinants of Capital Structure Choice*, „Journal of Finance” 1988, No. 43.

Stan gospodarki, która rozwija się dynamicznie, wpływa na wzrost zainteresowania firm działalnością rozwojową i innowacyjną. W sprawnej i ustabilizowanej gospodarce łatwiej jest uzyskać kapitał potrzebny na tego typu działalność.

Do głównych wskaźników finansowych określających strukturę kapitału i strukturę finansowania aktywów w przedsiębiorstwie należą następujące²⁰:

1. Udział kapitału własnego w finansowaniu majątku trwałego = kapitał (fundusz) własny \cdot 100/majątek trwały, wyrażony w procentach. Sytuację należy uznać za korzystną, gdy wskaźnik ten oscyluje blisko 1. Rosnący trend wskazuje na bezpieczniejszą politykę finansowania majątku przedsiębiorstwa z punktu widzenia wierzycieli. Alarm pojawia się w momencie, gdy wskaźnik $< 80\%$.
2. Pokrycie majątku trwałego kapitałem stałym = kapitał (fundusz) własny + zobowiązania długoterminowe \cdot 100/majątek trwały, wyrażony w procentach. Wskazuje on na stopień finansowania majątku kapitałem długoterminowym. Należy go rozpatrywać razem z dźwignią 1 i dźwignią 2. Trend rosnący wskazuje na bezpieczniejszą długoterminowo politykę finansowania majątku trwałego. Znaczne odchylenie tego wskaźnika od klasy PKD powoduje sytuację alarmową.
3. Dźwignia 1 = rezerwy + zobowiązania długoterminowe + zobowiązania krótkoterminowe i fundusze specjalne + rozliczenia międzyokresowe i przychody przyszłych okresów/suma pasywów.
4. Dźwignia 2 = rezerwy + zobowiązania długoterminowe + zobowiązania krótkoterminowe i fundusze specjalne + rozliczenia międzyokresowe i przychody przyszłych okresów/kapitał (fundusz) własny. Wysoki poziom wskaźnika oznacza duże uzależnienie od środków obcych. Z punktu widzenia na przykład banku opłaczalniejszy jest niższy poziom wskaźnika. Konserwatywny (niezbyt gwałtowny) wzrost poziomu dźwigni może być korzystny, gdyż może oznaczać zdrowy wzrost tanich środków finansowania (zobowiązania z tytułu dostaw) lub wzrost długu, który pozwala na szybszy wzrost przedsiębiorstwa. Sytuacja staje się niekorzystna, gdy wskaźnik dźwigni wynosi $2 > 4$.

²⁰ Por. K. Janasz, *Kapitał w finansowaniu działalności innowacyjnej przedsiębiorstw w Polsce. Źródła i modele*, praca habilitacyjna, maszynopis, Szczecin 2010.

5. Kapitał pracujący (kapitał obrotowy) = kapitał (fundusz) własny + zobowiązania długoterminowe – majątek trwały. Właściwa wartość powyższego wskaźnika nie powinna być większa od 0. Kapitał obrotowy finansuje wówczas część majątku obrotowego niefinansowaną przez pasywa bieżące. Pożądanym jest trend rosnący. Wartość ujemna kapitału obrotowego lub bardzo niski poziom wskazują na niekorzystną sytuację w przedsiębiorstwie. Kapitał obrotowy to nadwyżka zasobów stałych nad majątkiem trwałym. Informuje on, jaką część zasobów stałych przedsiębiorstwo przeznacza na finansowanie potrzeb obrotowych²¹.
6. Stopa zwrotu z kapitału własnego (ROE) = $\text{wynik finansowy} \cdot 100 / \text{kapitał (fundusz) własny}$, wyrażony w procentach. Na wartość tego wskaźnika ma wpływ silne uzależnienie od rodzaju prowadzonej działalności. Celowe jest porównanie wielkości wskaźnika z klasą PKD. Wysoka wartość oznacza wysoką rentowność kapitału własnego. W analizie ROE należy zwrócić uwagę na poziom kapitalizacji w przedsiębiorstwie i na to, czy wypracowany zysk jest przeznaczony na zwiększenie kapitału własnego. Korzystny jest trend rosnący, przy założeniu, że środki własne rosną lub pozostają na tym samym poziomie, oznacza to bowiem rosnącą zyskowność przedsiębiorstwa. Alarm następuje w momencie znacznego spadku wartości wskaźnika bądź poniżej średniej klasy PKD.

Analiza zarządzania kapitałem obrotowym należy niewątpliwie do najważniejszych aspektów analizy wypłacalności przedsiębiorstwa i jego możliwości zaciągania zobowiązań. Niezależnie od realizowanej opcji istotne jest ustalenie zapotrzebowania na kapitał obrotowy, będący tą częścią kapitału, którym są finansowane bieżące aktywa w przedsiębiorstwie. W przypadku kapitału obrotowego brutto jest on równy wartości aktywów bieżących przedsiębiorstwa. Kapitał obrotowy netto (kapitał pracujący) to nadwyżka aktywów obrotowych nad zobowiązaniami krótkoterminowymi. Przedsiębiorstwa muszą utrzymywać właściwy poziom kapitału obrotowego netto, aby zapewnić poprawne relacje między tempem wzrostu firmy, jej sprzedażą a poziomem majątku obrotowego. Na przykład, wzrost sprzedaży wymaga utrzymania wyższego poziomu zapasów, a to z kolei określa zapotrzebowanie na środki niezbędne do ich finansowania. Odpowiedni poziom kapitału obrotowego netto

²¹ S. Ryżewska, *Bankowa analiza przedsiębiorstwa dla potrzeb oceny ryzyka kredytowego*, Twigger, Warszawa 2000, s. 67.

pozwała uniknąć wysokich kosztów pozyskania kapitału na finansowanie bieżącej działalności przedsiębiorstwa oraz strat wynikających z konieczności szybkiej sprzedaży majątku (nawet poniżej ich wartości) w celu pozyskania kapitału na bieżącą działalność firmy.

Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy wynika z odmienności przebiegu cyklu operacyjnego i finansowego w przedsiębiorstwie. Cykl operacyjny jest okresem, jaki upływa od momentu zakupu materiałów i surowców do dnia otrzymania zapłaty za dostarczone produkty. Składa się zatem z cyklu produkcyjnego (w którym podmiot ma zapasy) oraz cyklu handlowego (charakteryzującego się posiadaniem należności). Z kolei cykl finansowy, nazywany cyklem konwersji gotówki, jest to czas, jaki upływa między dniem spłaty zobowiązań i uregulowania należności. Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy zwiększy się wówczas, gdy wydłużeniu ulegnie cykl konwersji gotówki, na przykład gdy wydłuży się cykl operacyjny bez odpowiadającego mu wydłużenia okresu posiadania zobowiązań. Z kolei zapotrzebowanie na kapitał obrotowy zmniejsza się przy skróceniu cyklu konwersji.

Gospodarka majątkiem obrotowym może być prowadzona według jednej z trzech podstawowych strategii²²:

1. Defensywnej, charakteryzującej się utrzymywaniem stosunkowo wysokich stanów gotówki, zapasów, materiałów, surowców do produkcji i produktów gotowych oraz należności, co wynika z prowadzenia liberalnej polityki wobec odbiorców. Efektem takich działań jest wyższy udział środków obrotowych w aktywach niż przeciętna dla danego rodzaju działalności oraz niski wskaźnik rotacji majątku obrotowego (liczony w relacji do przychodów i/lub kosztów działalności operacyjnej).
2. Ofensywnej, polegającej na minimalizacji poziomu składników aktywów rzeczowych oraz stosowaniu bardziej restrykcyjnej polityki kredytowej wobec odbiorców. W efekcie udział środków obrotowych w aktywach jest niższy niż przeciętna, a wskaźnik rotacji majątku obrotowego wysoki. Strategia ta prowadzi do minimalizacji kosztów zaangażowanego kapitału obrotowego, zwiększenia stopy przychodu z kapitału własnego. Niestety, zwykle wiąże się ze spadkiem wielkości sprzedaży, który w konsekwencji wpływa na spadek wielkości produkcji.

²² P. Szymański, *Zarządzanie majątkiem obrotowym w procesie kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Petros, Łódź 2007, s. 80–82.

3. Umiarkowanej, mającej charakter pośredni między podejściem defensywnym a ofensywnym. Strategia ta jest oparta na utrzymywaniu umiarkowanych wielkości zapasów, magazynowaniu płynności, czyli utrzymywaniu płynnych papierów wartościowych zamiast gotówki. Instrumenty te bywają kupowane w momentach pojawiania się rezerw finansowych, a sprzedawane wówczas, gdy konieczne jest zaspokojenie sezonowego zapotrzebowania na gotówkę. W strategii tej przewidziano względnie łagodną politykę kredytową wobec odbiorców. Efektem tak prowadzonej strategii jest minimalizacja ryzyka i kosztów zaangażowania kapitału obrotowego oraz wzrost przychodów ze sprzedaży i zysków.

Struktura kapitału danego przedsiębiorstwa odróżnia je od innych podmiotów (procesy wydobywcze, przetwórcze, usługowe itp.) i jest często niepowtarzalna. Zmiany w strukturze aktywów pociągają na ogół za sobą przekształcenia proporcji kapitału własnego i obcego w finansowaniu działalności podmiotu. Są to kwestie poziomu zadłużenia, relacji kapitału długoterminowego (stałego) i krótkoterminowego oraz wpływu na wielkość ryzyka i płynność podmiotu w przyszłości.

Przedsiębiorstwo finansujące swoją działalność ma do wyboru wiele wariantów struktury kapitału. Przy wyborze docelowej dla podmiotu struktury kapitału należy się kierować następującymi kryteriami²³:

- a) zapewnienie na właściwym poziomie bieżącej i przyszłej płynności finansowej, czyli ograniczenie ryzyka jej utraty w stopniu uznawanym za rozsądny;
- b) maksymalizacja korzyści udziałowców przedsiębiorstwa, wyrażających się między innymi stopą zyskowności kapitałów własnych.

Struktura kapitału, jak wspomniano, przejawia się w odpowiednich proporcjach między kapitałem własnym a kapitałem obcym. Chcąc szczegółowo ocenić politykę finansową badanego podmiotu, można wziąć pod uwagę trzy elementy tej analizy:

- strukturę majątkową obserwowaną na podstawie mierników struktury aktywów,
- strukturę kapitałową badaną na podstawie mierników struktury pasywów,
- strukturę kapitałowo-majątkową.

Ocena ta może być przeprowadzona w aspekcie statycznym i dynamicznym. Pierwszy aspekt (statyczny) obejmuje badanie struktury majątku i źródeł jego finansowa-

²³ Zob. W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 1999, s. 173.

nia na dany moment czasowy. W drugim aspekcie (dynamicznym) przedstawiane są kierunki zmian badanej struktury w czasie. Struktura kapitału przedsiębiorstwa może być scharakteryzowana za pomocą mierników wyposażenia podmiotu w środki gospodarcze (np. udział trwałych składników majątku w aktywach ogółem, udział zapasów w aktywach ogółem, udział należności w aktywach ogółem, udział środków pieniężnych w aktywach ogółem).

Podsumowując, podmiot wnoszący kapitał własny do danego przedsiębiorstwa staje się jego współwłaścicielem lub właścicielem. Z reguły nie ma on prawa do zwrotu kapitału i otrzymywania odsetek, lecz uczestniczy odpowiednio do wniesionego kapitału w podziale zysku przedsiębiorstwa lub jego stratach oraz jego majątku w przypadku likwidacji.

Ogólnie scharakteryzowaną strukturę kapitału przedsiębiorstwa można uzupełnić miernikami bardziej szczegółowymi, obejmującymi strukturę wewnętrzną ważniejszych pozycji strony aktywów bilansu (np. wyposażenie przedsiębiorstwa w kapitał własny i stały, obciążenie przedsiębiorstwa zobowiązaniami długoterminowymi i bieżącymi). Umożliwia to wyodrębnienie majątku trwałego, jego składników rzeczowych, wartości niematerialnych i prawnych oraz lokat finansowych.

Struktura kapitałowo-majątkowa charakteryzuje się powiązaniem między poszczególnymi pozycjami aktywów i pasywów (mierniki zadłużenia, pokrycie majątku trwałego kapitałem stałym, pokrycie majątku trwałego kapitałem własnym).

W normalnej sytuacji decydenci określający strukturę kapitału powinni zmierzać do zachowania rezerwowej zdolności pożyczkowej, którą mogą wykorzystać w szczególnie sprzyjającej sytuacji inwestycyjnej. Rezerwowa zdolność pożyczkowa oznacza sytuację, gdy możliwe jest zaciągnięcie pożyczki po rozsądnym koszcie, gdy pojawiają się dogodne możliwości inwestycyjne.

Docelowa struktura kapitału może się zmieniać w czasie wraz ze zmianą warunków. Kierownictwo podmiotu musi brać pod uwagę każdą konkretną strukturę z osobna i każda odrębna decyzja związana z finansowaniem powinna być z nią zgodna.

Jest również wiele czynników, które określają strukturę kapitału. Zależą one głównie od efektywnych działań samego przedsiębiorstwa. Wybór racjonalnej struktury kapitału zależy od polityki finansowej, a to wymaga oceny przez kierownictwo przedsiębiorstwa następujących czynników kształtujących tę strukturę:

- czynników zewnętrznych,
- czynników wewnętrznych.

Wśród czynników zewnętrznych można wymienić makro- i mikrootoczenie. Makrootoczenie określa zespół warunków wynikających z systemu społeczno-gospodarczego wpływających na funkcjonowanie przedsiębiorstwa na rynku krajowym i zagranicznym. Z systemu wynikają odpowiednie bodźce, które mogą być szansą lub zagrożeniem dla działalności określonego przedsiębiorstwa.

Makrootoczenie dzieli się zazwyczaj na otoczenie:

- ekonomiczne,
- technologiczne,
- społeczne,
- demograficzne,
- polityczne,
- prawne
- międzynarodowe.

Otoczenie ekonomiczne przedsiębiorstwa jest pochodną kondycji gospodarki danego kraju (np. wartość PKB, bilans płatniczy, stawki podatkowe, stopa inflacji). Czynniki instytucjonalne natomiast (prawne, polityczne, międzynarodowe) oddziałują stymulująco bądź destymulująco na możliwości finansowania zewnętrznego, zarówno krajowego, jak i zagranicznego.

Mikrootoczenie jest relacją zewnętrzną, która określa konkurencyjność nabywców i dostawców, zarówno obecnych, jak i potencjalnych. To mikrootoczenie w określony sposób oddziałuje na przedsiębiorstwo, które ma możliwości reagowania na bodźce napływające zewnątrz.

Czynniki wewnętrzne oddziałujące na strukturę kapitału można agregatowo sprowadzić do strategii podmiotu oraz analizy SWOT. Strategia przedsiębiorstwa to zachowania świadome, wybierane spośród różnych metod przygotowania i prowadzenia działań marketingowych, rodzaju i struktur nakładów na inwestycje, form i źródeł finansowania, a także projektowania zmian w różnych przekrojach klasyfikacyjnych.

Drugim czynnikiem wewnętrznym danego podmiotu są jego własne mocne i słabe strony. Do potencjalnie mocnych stron przedsiębiorstwa można zaliczyć:

- rodzaj posiadanych zasobów kapitałowych,
- stosowanie nowoczesnych technologii,

- sferę zarządzania, na przykład marketing,
- źródła przewagi konkurencyjnej,
- aspekty jakościowo-ilościowe strukturalne.

Spośród różnych determinant struktury kapitału można wymienić²⁴:

- rynek kapitałowy,
- koszty agencji, nazywane kosztami ochrony interesów,
- opodatkowanie,
- asymetrię informacji,
- czynniki materialne,
- zarządzanie,
- rynek pracy,
- dążenie kierownictwa do elastycznego działania.

Podawane są również takie determinanty struktury kapitału, jak²⁵ dźwignia finansowa, nieodsetkowe tarcze podatkowe, możliwości rozwoju, nietypowość produkcji, klasyfikacja działowa, wielkość podmiotu i dynamika zysku.

Wszystkie przykładowo wymienione czynniki niewątpliwie wpływają na strukturę kapitału, oczywiście z większym lub mniejszym natężeniem w różnych okresach. Mogą się one odnosić do wszystkich sekcji gospodarki lub jedynie do niektórych przedsiębiorstw. Jednoznaczny wpływ tych czynników jest trudny do określenia nawet przy złożonych technikach z zakresu zarządzania finansami. Ich wielość oraz zmienność otoczenia powodują, że określenie optymalnej struktury kapitału jest trudne do oszacowania. Docelowa struktura kapitałowa może się zmieniać w czasie wraz z dokonującą się zmianą warunków, a kształtowanie struktury kapitału wymaga zawsze odpowiednich proporcji między kapitałami obcymi a własnymi, które prowadzą do osiągnięcia równowagi między zyskiem a ryzykiem. Optymalizacja struktury kapitału nie ma natomiast charakteru stałego.

²⁴ E. Horton, *Factors Affecting Capital Structure Decisions*, „Financial Review” 1991, No. 3, s. 28.

²⁵ S. Titman, R. Wessels, *op.cit.*, s. 28.

THE DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE IN THE ENTERPRISE

Summary

The article shows the main determinants of capital structure in the enterprise. The category of capital (level, structure, sources, patterns, cost) definitely needs be numbered among such instruments as it serves an important role in the process of developing innovative activity. One needs certain frame of reference that would use the experience of highly-developed countries on one hand, (identification of particular innovation policy criteria by means of international comparative analysis) and take unique characteristics of the transformed economy into consideration, on the other.

Translated by Krzysztof Janasz