

*doc. dr Zdzisława Gawrońska*

Instytut Ekonomii i Zarządzania  
PWSTE w Jarosławiu

*mgr Anetta Makarska*

Liceum Ogólnokształcące w Jarosławiu

## **Wpływ struktury kapitału na wartość przedsiębiorstwa**

### **WPROWADZENIE**

Rozpoczęcie i kontynuowanie działalności gospodarczej nie jest możliwe bez odpowiednich zasobów finansowych. Ich wykorzystanie wiąże się z powstaniem specyficznej struktury kapitałowej, która może wpływać zarówno na bieżącą kondycję finansową przedsiębiorstwa, jak i na jego wartość. Możliwości inwestycyjne przedsiębiorstwa zależą zatem od wartości posiadanego kapitału oraz od kosztów tego kapitału. Stał konieczne jest przede wszystkim określenie potencjalnych źródeł pozyskania kapitału inwestycyjnego. Źródła te dzieli się zazwyczaj na własne i obce. Ocena wzajemnej zależności między kapitałem własnym a długoterminowym kapitałem obcym nazywana jest analizą struktury kapitałowej.

Przedmiotem rozważań w niniejszym artykule jest analiza i ocena wzajemnych relacji pomiędzy strukturą majątku i kapitału przedsiębiorstwa zorganizowanego w formie spółki, określanych w literaturze przedmiotu mianem złotych reguł finansowania. Artykuł ten ma na celu przedstawienie głównych poglądów na temat wpływu struktury kapitałowej na wartość przedsiębiorstwa, a także wskazanie kierunków aktualnie prowadzonych badań w tym zakresie. Empiryczną ilustrację dylematów związanych z właściwie ustaloną strukturą kapitałów zaprezentowano na przykładzie dużych spółek przemysłu mięsnego województwa podkarpackiego w latach 2007–2009. Ze względu na tak istotne znaczenie struktury kapitałowej, jej odpowiednie wyznaczenie staje się niejednokrotnie nadrzędnym celem kadr zarządzających i często przesądza o rodzaju wybieranego kapitału. Przy czym zarząd dąży do tego, by tak „ustalona” struktura była optymalna dla danego przedsiębiorstwa. Gdyby jej osiągnięcie stało się możliwe, to przedsiębiorstwo ponosiłoby minimalne koszty wykorzystania kapitałów, a tym samym wypracowywałoby maksymalny zysk. W tej sytuacji opierając wycenę przedsiębiorstwa na kapitalizacji zysku

jego wartość powinna być także optymalna. W tym aspekcie pojawia się pytanie czy można ustalić optymalną strukturę kapitału dla każdego przedsiębiorstwa i czy ma ona wpływ na jego wartość rynkową.

### DETERMINANTY STRUKTURY KAPITAŁU

Podstawowe cechy charakteryzujące i jednocześnie różniące sens ekonomiczny kapitału własnego oraz kapitału obcego zaprezentowano w tabeli 1.

**Tabela 1. Podstawowe cechy kapitału własnego i kapitału obcego**

Cechy	Kapitał własny	Kapitał obcy
Podmiot wnoszący kapitał	Właściciele przedsiębiorstwa	Wierzyciele przedsiębiorstwa
Okres zwrotu	Kapitał własny jest powierzony firmie przez jej właścicieli bez ustalonego terminu zwrotu	Wierzyciele powierzą firmie kapitał na ściśle określony czas jego zwrotu
Koszt kapitału	Oczekiwana przez właścicieli stopa zwrotu	Stopa oprocentowania długu
Okresowe płatności	Dywidendy, których wartość jest uzależniona od wyników finansowych firmy i decyzji wszystkich właścicieli	Odbutki, które są nakazne i płatne zgodnie z warunkami umowy i nie zależą od wyników finansowych firmy
Korzyści podatkowe	Wpłata dywidend nie daje firmie korzyści podatkowych, bowiem są one wypłacone z zysku opodatkowanego	Odbutki stanowią koszt uzyskania przychodów, zmniejszają podstawę do opodatkowania i przynoszą firmie korzyści podatkowe
Kontrola wykorzystania kapitału	Pełna	Ograniczona do warunków zapisanych w umowie lub żadna
Ryzyko bankructwa	Niewielkie	Rosnące wraz ze wzrostem stopnia zadłużenia

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Bielawska, 2001].

Poza zgodnym z kryterium podmiotu wnoszącego kapitały do firmy, ich klasycznym podziałem na kapitały własne i obce, można wyróżnić inne kryteria klasyfikacji źródeł finansowania działalności przedsiębiorstwa:

1. Według czasu zaangażowania kapitału oraz okresu wymagalności zwrotu kapitału dzielimy je na:
  - a) długoterminowe, zaangażowane i konieczne do zwrotu w okresie powyżej roku od czasu ich pozyskania,
  - b) krótkoterminowe, pozyskane przez przedsiębiorstwo na okres użytkowania krótszy niż rok.

2. Według źródła pochodzenia są one dzielone na:
  - a) wewnętrzne, generowane z bieżącej działalności firmy; są nimi zysk netto firmy oraz fundusz zgromadzony z odpisów amortyzacyjnych,
  - b) zewnętrzne, pozyskiwane z otoczenia finansowego przedsiębiorstwa.
3. Według kierunków wykorzystania kapitałów są one podzielone na:
  - a) stałe, finansujące aktywa trwałe firmy. Do kapitałów stałych zaliczamy kapitał własny oraz zobowiązania długoterminowe,
  - b) obrotowe, finansujące aktywa obrotowe przedsiębiorstwa. Są to przede wszystkim zobowiązania krótkoterminowe.

Podjmując decyzje o sposobie finansowania projektów inwestycyjnych, przedsiębiorstwo musi brać pod uwagę nie tylko potencjalne możliwości pozyskania kapitału, lecz również związane z nim koszty. Wpłyną one bowiem znacznie na efektywność przewidywanego do realizacji programu rozwoju firmy. Innym ważnym czynnikiem analizy struktury kapitału jest ocena efektu dźwigni finansowej.

Właściwe ustalenie wielkości składników majątku oraz prawidłowe określenie udziału kapitałów własnych i obcych w ich finansowaniu odgrywa istotną rolę w racjonalnym wykorzystaniu zasobów kapitałowych przedsiębiorstwa. Stopień tego wykorzystania można oceniać na podstawie wielu kryteriów sprawdzających do określonych wskaźników struktury kapitałowo-majątkowej o zróżnicowanym stopniu szczegółowości.

Relacje pomiędzy strukturą majątku i strukturą kapitałów w przedsiębiorstwie stanowią obok kosztu kapitału i mechanizmu dźwigni finansowej bardzo istotne zagadnienie, gdyż są kryterium wyboru odpowiedniej struktury kapitałowej [Leszczyński, Skowronek-Mielczarek, 2000, s. 162].

Wzajemne relacje pomiędzy strukturą aktywów i źródeł finansowania wynikają głównie ze specyfiki działalności przedsiębiorstwa i charakteru branży, w której funkcjonuje.

W zależności od wzajemnych relacji bilansowych wyróżnia się dwie grupy reguł [Bielawska, 2001, s. 236]:

- reguły poziomej struktury kapitałowo-majątkowej,
- reguły pionowej struktury kapitału,

W ramach poziomej struktury kapitałowo-majątkowej można mówić o:

- złotej regule finansowania (bankowej albo klasycznej), według której kapitały obce przedsiębiorstwa powinny być w pełni pokryte kapitałami własnymi [Borowiecki, 1993, s. 35],
- złotej regule bilansowej, która wymaga dostosowania sposobu finansowania do czasu wykorzystania kapitału i rodzaju finansowanego majątku. W wąskim ujęciu złota reguła bilansowa wymaga, by majątek trwały, obciążony wysokim stopniem ryzyka, był w pełni sfinansowany kapitałami własnymi. Szersze ujęcie zakłada natomiast sfinansowanie aktywów trwałych i części aktywów obrotowych kapitałem stałym przedsiębiorstwa, tj. kapitałem własnym i zobowiązaniami długoterminowymi [Bień, 2005, s. 187].

Pionowa struktura kapitału wyraża wyłącznie kształtowanie właściwych proporcji kapitałów własnych i obcych w pisywach przedsiębiorstwa.

Reguły finansowania wyrażone są najczęściej w formie wskaźników bilansowych. W praktyce przestrzeganie złotych reguł finansowania zwiększa poczucie pewności finansowej a zachowanie prawidłowych relacji, gwarantuje utrzymanie równowagi finansowej przedsiębiorstwa. Wpływa to tym samym na wzrost wiarygodności finansowej przedsiębiorstwa oraz określenie optymalnej struktury kapitału. Zachowanie złotych reguł finansowania umożliwia również zarządzającym diagnozę sytuacji finansowej firmy [Waśniewski, Skoczylas, 1993, s. 206].

Korzystanie z kapitału obcego pozwala podnieść kapitał bez konieczności powiększania grona właścicieli i przyczynia się również do zwiększenia płynności finansowej przedsiębiorstwa. Kapitał obcy jest rodzajem kapitału uprzywilejowanego, który w chwili likwidacji bądź upadłości ma pierwszeństwo przed kapitałem własnym. Finansowanie się kapitałem obcym niesie potencjalne korzyści związane z osłoną podatkową i dźwignią finansową. Osłona podatkowa powoduje zmniejszenie podstawy do opodatkowania poprzez płatności odsetek, które stanowią koszt uzyskania przychodu, a przez to zmniejszają obowiązkowe obciążenia wyniku finansowego. Dźwignia finansowa powoduje zaś zwiększenie rentowności kapitału własnego poprzez wprowadzenie finansowania długiem o mniejszym oprocentowaniu niż rentowność kapitałów własnych. Wykorzystując finansowanie zewnętrzne należy pamiętać o tym, aby nie przekroczyć określonego poziomu udziału długu w stanie aktywów, gdyż może to grozić poważnymi konsekwencjami z upadkiem firmy włącznie [Krzemińska, 2002, s. 65].

Relacje udziału kapitałów obcych do kapitału ogółem analizowanych firm prezentuje tabela 2.

**Tabela 2. Wskaźniki zadłużenia dużych spółek przemysłu mięsnego województwa podkarpackiego w latach 2007–2009**

Nazwa firmy	Lata	Wartość pasywów [tys. zł]	Kapitał obcy [tys. zł]	Wskaźnik zadłużenia Dług/kapitał ogółem
Zakłady Mięsne Dołnowolscy Spółka z o.o.	2007	89 080	36 965	41
	2008	99 855	45 280	45
	2009	94 431	36 729	39
Przedsiębiorstwo Przemysłu Mięsnego Taurus spółka z o.o.	2007	23 399	9 223	40
	2008	27 853	11 053	40
	2009	29 427	9 902	34
Zakłady Mięsne Herman S.A.	2007	30 289	16 042	53
	2008	25 033	12 120	48
	2009	21 361	11 461	53

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek za lata 2007–2009.

Wskaźniki zadłużenia dużych spółek przemysłu mięsnego województwa podkarpackiego (Zakłady Mięsne Dobrowolscy spółka z o.o. i Przedsiębiorstwo Przemysłu Mięsnego Taurus spółka z o.o.) kształtowały się na bezpiecznym poziomie, natomiast w Zakładach Mięsnych Herman S.A. w roku 2007 i 2009 przekroczyły poziom bezpieczeństwa o 3 punkty procentowe.

Struktura kapitału w myśl przytoczonych wyżej celów jednostek gospodarczych powinna maksymalizować stopę zwrotu, a przez to wartość akcji dla akcjonariuszy i udziałów dla udziałowców. Jest to możliwe do osiągnięcia poprzez minimalizację kosztu kapitału dla firmy, co powinno generować zwiększoną wartość zysku netto. Koszt kapitału można ująć jako minimalną akceptowalną stopę zwrotu, jaką firma musi uzyskać ze swych inwestycji.

Główne czynniki mające wpływ na koszt kapitału to:

- wysokość rynkowych stóp kapitałowych – wyższe rynkowe stopy kapitału implikują wyższe wymagania inwestorów co do oczekiwanej stopy zwrotu (im niższa jest stopa procentowa, tym bardziej maleje żądana stopa zwrotu);
- ryzyko – wzrost ryzyka charakterystycznego dla danego przedsiębiorstwa lub branży zwiększa wymagania oczekiwanej stopy zwrotu;
- sytuacja na rynku finansowym – w zależności od tego, czy na rynku dominuje stagnacja lub wzrost, firmy decydują się na emisję akcji lub odkładają ją na okres późniejszy;
- dostawcy kapitału – inwestorzy decydują, czy są skłonni dostarczyć kapitał na rynek, przez to oczekiwane stopy zwrotu są wysokie lub niskie [Urbańczyk, Szczepna, 2002, s. 752].

Optymalna struktura kapitału to taka, która doprowadza do osiągnięcia równowagi między ryzykiem a zyskiem, dzięki czemu wartość firmy jest maksymalizowana. Pierwotne czynniki wywierające wpływ na strukturę kapitału to:

- ryzyko działalności gospodarczej, zmienne w czasie. Mniej podatne na ryzyko są branże o niskim ryzyku gospodarczym, np. przetwórstwo żywności i spożywcze sklepy detaliczne, natomiast przemysł przetwórczy charakteryzujący się cyklicznością procesów technologicznych, np. przemysł stoczniowy związany jest z wyższym ryzykiem;
- obciążenie firmy podatkami. Jeżeli firma płaci podatki wysokie i nie korzysta z innych osłon, np. przyspieszonej amortyzacji, to zarząd będzie skłonny do finansowania działalności w większym stopniu dłużnym;
- finansowa elastyczność. Przyjmując elastyczność jako zdolność do pozyskania środków za rozsądną cenę w warunkach nierównowagi na rynkach finansowych do firm niezadłużonych następuje napływ pieniędzy;
- menedżerska agresywność lub konserwatyzm. Poziom zadłużenia w firmie zależy od nastawienia menedżerów i ich cech charakteru [Wilimowski, 2001, s. 427].

Na strukturę kapitału mają wpływ także czynniki o charakterze gospodarczym. Do najważniejszych należą

- zmienność popytu – im bardziej stabilna sprzedaż, tym ryzyko prowadzenia działalności mniejsze,
- zmienność cen sprzedaży – im większa zmienność cen na rynkach, tym firmy są bardziej narażone na ryzyko gospodarcze,
- zmienność cen nakładów – im wyższa zmienność, tym większe wahania zysku netto,
- możliwość dostosowania cen do zmian cen produktów – im większe możliwości dostosowywania cen wyrobów do zmian cen produktów, tym niższe ryzyko,
- zakres kosztów stałych, dźwignia operacyjna – im niższy poziom kosztów stałych w kosztach całkowitych, tym mniejsze ryzyko [Brigham, 1997, s. 173].

### OPTIMALNA STRUKTURA KAPITAŁU FIRMY

Tworzenie optymalnej struktury kapitału wymaga odpowiedzi na pytanie, czy firma powinna być finansowana kapitałem obcym oraz w jakim stopniu jest to korzystne z punktu widzenia maksymalizacji wartości firmy, a od którego momentu ewentualne koszty zaczynają przewyższać potencjalne przychody.

Gdy wprowadzenie do przedsiębiorstwa niżej oprocentowanego kapitału obcego podnosi rentowność kapitałów własnych mówimy wówczas o dźwigni finansowej. Efekt dźwigni finansowej DFL odzwierciedla stosunek procentowej zmiany zysku netto do procentowej zmiany zysku operacyjnego [Czekaj, Dresler, 1997, s. 226].

Dodatni efekt dźwigni finansowej wystąpi, gdy stosunek zyskowności całkowitej kapitału, liczony jako stosunek zysku operacyjnego EBIT do kapitału ogółem, będzie większy od stopy oprocentowania kapitału obcego. Jeżeli stosunek całkowitej zyskowności kapitałów jest mniejszy od stopy oprocentowania kapitału obcego, to wtedy mówi się o ujemnym efekcie dźwigni finansowej.

Rozważając aspekt teoretyczny zakładamy, że w miarę wzrostu kapitału obcego w finansowaniu działalności, akcjonariusze będą oczekiwać wyższej stopy zwrotu, związanej z wyższym ryzykiem działalności przedsiębiorstwa. Oczekiwana przez akcjonariuszy wyższa stopa zwrotu nie spowoduje jednak wzrostu wartości przedsiębiorstwa, gdyż przeciwdziała temu wzrost ryzyka. Wartość przedsiębiorstwa nie zmieni się.

W praktyce występują jednak podatki. Spółka poprzez wzrost udziału kapitału obcego zwiększa oszczędności podatkowe, które mogą spowodować, że wartość przedsiębiorstwa zwiększy się, ale będzie wzrastała tylko do momentu, w którym przyrost wartości z tytułu dodatkowych korzyści podatkowych będzie przewyższał spadek wartości przedsiębiorstwa.

Strukturę i rentowność kapitału badanych spółek prezentuje tabela 3.

**Tabela 3. Struktura i rentowność kapitału dużych spółek przemysłu mięsnego województwa podkarpackiego w latach 2007–2009**

Nazwa firmy	Lata	Udział % kapitałów własnych w sumie bilansowej	Udział % kapitałów obcych w sumie bilansowej	Stosunek kapitałów własnych do kapitałów obcych	Rentowność kapitału własnego	Rentowność kapitału obcego	DPL
Zakłady Mięsne Dobrowolskiej spółka z o.o.	2007	58,8	41,2	1,43	6,00	8,6	1,39
	2008	53,6	46,3	1,15	2,20	2,6	3,90
	2009	61,1	38,9	1,53	9,30	14,8	2,47
Przedsiębiorstwo Przemysłu Mięsnego TAURUS spółka z o.o.	2007	60,3	39,7	1,52	19,00	35,8	7,09
	2008	60,3	39,7	1,52	17,59	33,3	6,48
	2009	66,4	33,6	1,98	14,49	35,8	4,41
Zakłady Mięsne „Herman” S.A.	2007	47,0	53,0	0,89	6,76	6,00	0,13
	2008	51,5	48,5	1,06	-23,9	-23,3	-2,11
	2009	47,4	52,6	0,90	-25,9	-23,3	-2

*Źródło:* opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek za lata 2007–2009.

Posługując się zaleceniami, według których stosunek kapitałów własnych do kapitałów obcych powinien być większy lub równy 1 należy stwierdzić, że badane spółki z wyjątkiem Zakładów Mięsnych Herman S.A. (średnio 0,95) zalecenia te realizowały osiągając średnią wielkość 1,52.

Dźwignia finansowa Zakładów Mięsnych Dobrowolskiej spółka z o.o. osiągnęła wysokie wartości, a w przypadku Przedsiębiorstwa Przemysłu Mięsnego Taurus spółka z o.o. bardzo wysokie, co oznacza, że osiągany przez przedsiębiorstwa zysk operacyjny jest nieznacznie większy od wartości kosztów odsetek z tytułu zaciągniętych kredytów i pożyczek. W tym przypadku mamy do czynienia z wysokim ryzykiem finansowym firmy.

Dźwignia finansowa ujemna w Zakładach Mięsnych Herman S.A. oznacza, że firma generuje zysk operacyjny niższy od należnych odsetek od kredytów i pożyczek. W takiej sytuacji przedsiębiorstwo utraciło płynność finansową, a więc cechuje się najwyższym ryzykiem finansowym.

Analiza wzajemnych relacji zachodzących pomiędzy strukturą majątku i kapitałów skłoniła badane podmioty do podejmowania decyzji dotyczących zmian w kształtowaniu struktury kapitału. Przeprowadzone badania wskazują, że przedsiębiorstwa w dużym stopniu ograniczały pozyskanie kapitałów obcych, obciążonych odsetkami, finansując bieżącą działalność zobowiązaniami han-

dłównie, czego przyczyną było tzw. zjawisko zatorów płatniczych. Ich „powszechne” występowanie w polskich podmiotach gospodarczych znacznie ogranicza elastyczność finansowania oraz rezerwową zdolność pożyczkową. Dodatkowo polityka ograniczania zwiększania zadłużenia „oprocentowanego” na korzyść „nieoprocentowanych” wynikała z niskiej (malejącej) rentowności badanych podmiotów w okresie. Banki komercyjne z uwagi na wysokie ryzyko kredytowe unikają udzielania kredytów takim kredytobiorcom lub znacznie podnoszą prowizje przy ich udzielaniu, co wiąże się z wysokim kosztem pozyskania tej formy kapitału dla przedsiębiorstwa.

Głównym czynnikiem wpływającym na kształtowanie się struktury termi nowej kapitałów przedsiębiorstwa jest struktura aktywów – w podziale na aktywa trwałe i obrotowe. Wynika to z ogólnej zasady finansowania majątku przedsiębiorstwa, według której okres wymagalności kapitału musi być zsynchronizowany z okresem wykorzystywania przez przedsiębiorstwo aktywów finansowanych tym kapitałem. Okres wymagalności kapitału nie powinien być krótszy niż okres wykorzystywania aktywów, które finansowane są tym kapitałem. Kapitał stały (kapitał własny i zobowiązania długookresowe) powinien być zatem co najmniej równy wartości aktywów trwałych przedsiębiorstwa, zaś zobowiązania krótkoterminowe nie powinny przekraczać wartości aktywów obrotowych [Dulniewicz, 2001, s. 5].

#### KAPITAŁ STAŁY $\geq$ AKTYWA TRWAŁE ZOBOWIĄZANIA KRÓTKOTERMINOWE $\leq$ AKTYWA OBROTOWE

Występowanie nadwyżki aktywów obrotowych ponad zobowiązania krótkoterminowe (tzw. kapitał obrotowy netto) sprzyja utrzymaniu płynności finansowej przedsiębiorstwa. Biorąc pod uwagę powyższe relacje, spełnienie ogólnej zasady finansowania majątku przedsiębiorstwa oznacza, że kapitał obrotowy netto jest nieujemny:

$$\begin{aligned} & \text{KAPITAŁ OBROTOWY NETTO} = \\ & = \text{AKTYWA OBROTOWE} - \text{ZOBOWIĄZANIA KRÓTKOTERMINOWE} = \\ & = \text{KAPITAŁ STAŁY} - \text{AKTYWA TRWAŁE} \geq 0 \end{aligned}$$

Udział aktywów trwałych i aktywów obrotowych w majątku przedsiębiorstwa wynika głównie ze specyfiki działalności przedsiębiorstwa i branży, w której ono funkcjonuje, a struktura aktywów determinuje w dużej mierze strukturę terminową źródeł finansowania. Finansowanie aktywów trwałych kapitałem stałym daje bezpieczeństwo finansowania przedsiębiorstwa w dłuższym okresie. Ryzyko utraty płynności finansowej ulega dodatkowemu zmniejszeniu, jeżeli kapitał stały w części finansuje także aktywa obrotowe.

Strukturę kapitału stałego badanych spółek prezentuje tabela 4.



**Tabela 4. Struktura kapitału stałego dużych spółek przemysłu mięsnego województwa podkarpackiego w latach 2007–2009**

Nazwa firmy	Lata	Wartość aktywów [tys. zł]	Kapitał własny [tys. zł]	Kapitał stały [tys. zł]	Struktura kapitału stałego
Zakłady Mięsne Dobrowolscy spółka z o.o.	2007	89480	52615	57647	1,55
	2008	99855	53575	63127	1,58
	2009	94411	57682	71469	1,32
Przedsiębiorstwo Przemysłu Mięsnego Taurus spółka z o.o.	2007	23199	13977	15873	1,50
	2008	27853	16800	19089	1,44
	2009	29427	19525	22659	1,30
Zakłady Mięsne S.A. Herman	2007	30289	14248	18677	1,62
	2008	25033	12914	12914	1,94
	2009	21761	10300	10382	2,10

*Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek za lata 2007–2009.*

Kształtowanie odpowiednio wysokiego poziomu kapitału stałego w przedsiębiorstwach w celu pełnego sfinansowania aktywów trwałych pozwoliło utrzymać równowagę płatniczą oraz kształtować ryzyko finansowe na poziomie możliwym do zaakceptowania. W szczególności przy podejmowaniu inwestycji finansowanych kapitałem obcym długoterminowym zarząd przedsiębiorstwa powinien się upewnić o możliwości ich spłaty z uzyskanych nadwyżek finansowych z realizacji podjętych inwestycji. Jednym z istotnych elementów wspomagających podjęcie takiej decyzji jest oszacowanie kosztu kapitału i porównanie go ze stopą rentowności z tego projektu.

## PODSUMOWANIE

Celem opracowania było przedstawienie zagadnień związanych z kształtowaniem struktury kapitałowej przedsiębiorstwa. Metody maksymalizacji wartości stosowane obecnie nie są spójne w kwestii optymalnej struktury kapitałowej. W zależności od wybranej metody i celu optymalizacyjnego zostanie uzyskana inna optymalna struktura kapitałowa rozumiana jako kombinacja długu i kapitału własnego w pasywach firmy. Wyższa wartość przedsiębiorstwa łączy się z większymi możliwościami pozyskiwania kapitału na cele rozwojowe po niższych kosztach.

W literaturze przedmiotu zagadnienia dotyczące struktury kapitału są rzadko poruszane, szczególnie jeśli chodzi o rozwiązywania modelowe. Praktyka gospodarcza, zarówno w odniesieniu do pożyczkobiorców, jak i pożyczkodawców eksponuje konieczność zastosowania odpowiedniego sposobu finansowania i poszukiwania odpowiedzi na pytanie, czy danemu podmiotowi należy udzielić pożyczki i w jakiej wysokości.

Analizując strukturę kapitałową badanych spółek wzięto pod uwagę wiele różnych aspektów, które dopiero w połączeniu pozwoliły ocenić, czy struktura kapitału firmy jest najlepsza i daje możliwość maksymalizowania jej wartości w długim okresie. Przeprowadzone badania pozwoliły zauważyć, iż zarządzający polskimi przedsiębiorstwami w realizacji strategii kreowania wartości dla właścicieli powinni zwracać szczególną uwagę na kształtowanie wielkości wskaźnika stopnia zadłużenia kapitału własnego i szczegółowo porównywać jego wielkość ze średnią wartością miernika dźwigni finansowej sektora gospodarczego danej spółki. Tak określona oraz w konsekwencji realizowana strategia bieżącego sterowania strukturą kapitałową przyniosła dla firm długookresową poprawę lub względną stabilizację stopy zwrotu z kapitałów własnych, zwiększając tym samym wartość rynkową spółek.

Reasumując autorki sformułowały następujące wnioski:

- 1) właściciele spółek interpretują utrzymujący się zbyt wysoki stopień dźwigni finansowej jako przyrost ryzyka inwestowania w aktywa takiej firmy. Jeśli wzrost tego ryzyka nie będzie rekompensowany odpowiednio wysoką stopą zwrotu z kapitałów własnych (ROE) lub większym EPS, przepadają one akcje tych spółek i przesuną swój popyt na akcje spółek o niższej dźwigni finansowej, co spowoduje wzrost ich wartości na rynku,
- 2) spółki bardziej zadłużone musiały przeznaczać coraz większą część trudniej osiąganego zysku z działalności operacyjnej na pokrycie odsetek od relatywnie wysokiej wartości kredytów i pożyczek finansujących ich działalność. To z kolei spowodowało znaczący spadek zysku netto i w opinii inwestorów niższą w perspektywie dywidendę lub jej brak w długim okresie. Możliwa do osiągnięcia rzeczywista stopa zwrotu z tytułu zainwestowania kapitału w akcje takich firm stała się niepewna lub nierealna,
- 3) niski lub szybko zmniejszający się zysk netto (lub w niektórych przypadkach jego brak) firm o dużej dźwigni finansowej skutkował ograniczeniem wartości wewnętrznego kapitału własnego, który firma mogła przeznaczyć na swoje nowe inwestycje (niski poziom zysku zatrzymanego),
- 4) firmy o gorszej niż sektorowa strukturze kapitałowej mają większą stopę średnio ważonego kosztu kapitału,
- 5) spółki charakteryzujące się niższym niż sektorowy wskaźnikiem dźwigni finansowej (D/E) są pozytywnie odbierane przez potencjalnych inwestorów strategicznych, ponieważ sygnalizują pozytywną wiadomość o ich większej pojemności kapitałowej, nawet w stosunku do firm konkurencyjnych. Oznacza to, że łatwiej pozyskują z rynku finansowego dodatkowe kapitały, które staną się źródłem zwiększania nakładów inwestycyjnych i ich tempa wzrostu gospodarczego w otoczeniu konkurencyjnym.

## LITERATURA

- Bielawska A., 2001, *Podstawy finansów przedsiębiorstwa*, Wyd. Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu, Szczecin.
- Bieł W., 2005, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa.
- Borowiecki R., 1993, *Zarządzanie kapitałem trwałym w przedsiębiorstwie*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Wydawnictwo Secesja, Kraków.
- Brigham E.F., 1997, *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa.
- Czekaj J., Dresler Z., 2001, *Podstawy zarządzania finansami firm*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Duliniec A., 2001, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Krzemińska D., 2002, *Finanse przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań.
- Leszczyński Z., Skowronek-Mielczarek A., 2000, *Analiza ekonomiczno-finansowa firmy*, Difin, Warszawa.
- Wadziński T., Skoczylas W., 1993, *Ocena sytuacji kapitałowo-majątkowej (skład pozycji)*, „Rachunkowość”, nr 6.
- Urbańczyk E., Szczepa A., 2002, *Koszt kapitału jako element wpływający na wybór strategii kapitałowej* [w:] *Czas na pieniądź*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin.
- Wilimowski Z.M., 2001, *Sztuka zarządzania finansami*, Oficyna Wydawnicza OPO, Bydgoszcz.

## Streszczenie

Z przeprowadzonych badań wynika, że we wszystkich przeanalizowanych przedsiębiorstwach w latach 2007–2009 rola omawianych przez autorów czynników dotyczących kształtowania polityki finansowej zależy od specyfiki prowadzonej działalności, aktualnej sytuacji ekonomiczno-finansowej, a także od form i warunków finansowania oferowanych na rynkach finansowych oraz kapitałowych w kraju i za granicą.

Proces pozyskiwania kapitału na rozwój przedsiębiorstwa jest obecnie skomplikowany i złożony. Zastanawiają się co wpływa na wewnętrzną wartość poszczególnych podmiotów gospodarczych. Jednym z najważniejszych czynników jest struktura kapitału, czyli relacja kapitałów własnych do obcych. Jednocześnie można stwierdzić, że przedsiębiorstwo wykorzystujące do finansowania aktywów wyłącznie kapitał własny jest całkowicie bezpieczne na rynku, a jego akcje powinny być wyceniane wyżej od innych. Jednak tak nie jest, gdyż koszt pozyskania kapitału własnego jest wyższy od kosztu kapitału obcego. Dodałkowo występują wysokie koszty utraczonych możliwości z zastosowania kapitału własnego, a firmie nie wykorzystując dźwigni finansowej. Z drugiej strony zbyt duże wykorzystywanie kapitału obcego zwiększa ryzyko bankructwa firmy.

## Influence of Capital Structure on the Value of an Enterprise

## Summary

The conducted research shows that in the years 2007–2009, in all analysed enterprises, the role of the factors described by the author involved in formation of the financial policy depends on the specific character of conducted business, present economic and financial situation as well as forms and terms of financing offered by the financial and capital markets domestically and abroad.

The process of obtaining capital for the development of an enterprise is complicated and complex at present. Both the investors before their decision to invest and the shareholders of a particular company take into consideration what is influence on the intrinsic value of each business entities. One of the most important factors is the structure of capital that is the relation between its own and outside capital. At the same time, one might claim that an enterprise using only their own capital to finance their assets is completely safe on the market and their shares should be priced higher than others. However, this is not the case as the costs of gaining own capital which is higher than the cost of gaining it from outside. Additionally, there are the high costs of lost opportunities which would be available with the help of outside capital while the company does not use the financial leverage. On the other hand, too extensive use of outside capital increases the risk of bankruptcy of the business.