

---

---

• F I N A N S E I P R A W O F I N A N S O W E •  
• Journal of Finance and Financial Law •

Grudzień/December 2014 • vol. I, no. 4

ISSN 2353-5601

---

## TEORIE STRUKTURY KAPITAŁU W LITERATURZE ŚWIATOWEJ

Beata Jakubczyk\*, Justyna Lewandowska\*\*

Streszczenie:

W niniejszym artykule zostanie zaprezentowane kształtowanie struktury kapitału w literaturze światowej. W artykule pokazano istotę, pomiar oraz znaczenie struktury kapitału, a także zaprezentowane zostały teorie struktury kapitału, a także ich rozwój na przestrzeni czasu. Wykorzystano rachunek przepływów pieniężnych w analizach związanych z weryfikacją struktury kapitału.

Słowa kluczowe: struktura kapitału, majątek, kapitał, dźwignia finansowa, teorie struktury kapitału.

JEL Class: G32.

Przyjęto/Accepted: 20.11.2014

Opublikowano/Published: 27.01.2015

---

### WPROWADZENIE

Kształtowanie struktury kapitału to problem uznawany za jeden z pierwszoplanowych nurtów badawczych w dziedzinie finansów. Ciągły rozwój i postęp w badaniach rynku oraz uchylenie założeń o rynku doskonałym, doprowadziły

---

\* Studentka studiów magisterskich, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Kierunek Finanse i Rachunkowość.

\*\* Studentka studiów magisterskich, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Kierunek Finanse i Rachunkowość.

do bardzo szybkiego rozwoju teorii struktury kapitału. Dziś znamy wiele teorii, które ukształtowały się pod wpływem wielu zmian na rynku finansowym. Rozpoczynając od teorii Modiglianiego i Millera, a kończąc na współczesnej teorii o kolejności źródeł finansowania.

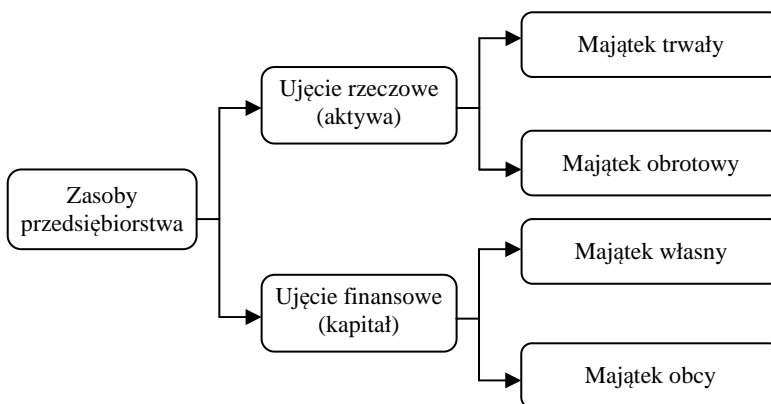
W artykule zostaną zaprezentowane najważniejsze teorie dotyczące kształtowania struktury kapitału oraz sposoby pomiaru posiadanych zasobów majątkowych, które w znacznym stopniu ułatwiają kształtowanie struktury posiadanego majątku.

## 1. ANALIZA ZNACZENIOWA MAJĄTKU I KAPITAŁU

Metoda bilansowa, jako podstawowa zasada rachunkowości dzieli zasoby przedsiębiorstwa na majątek i kapitał [Kędzior 2011:7].

Prowadzenie działalności gospodarczej wymaga od właściciela zaangażowania odpowiednich zasobów majątkowych dla właściwego funkcjonowania i realizowania postawionego celu. Majątkiem jest wszystko to, co ma określoną wartość, jest niezbędne do działalności przedsiębiorstwa i osiągnięcia korzyści [Gabusiewicz 2007: 58].

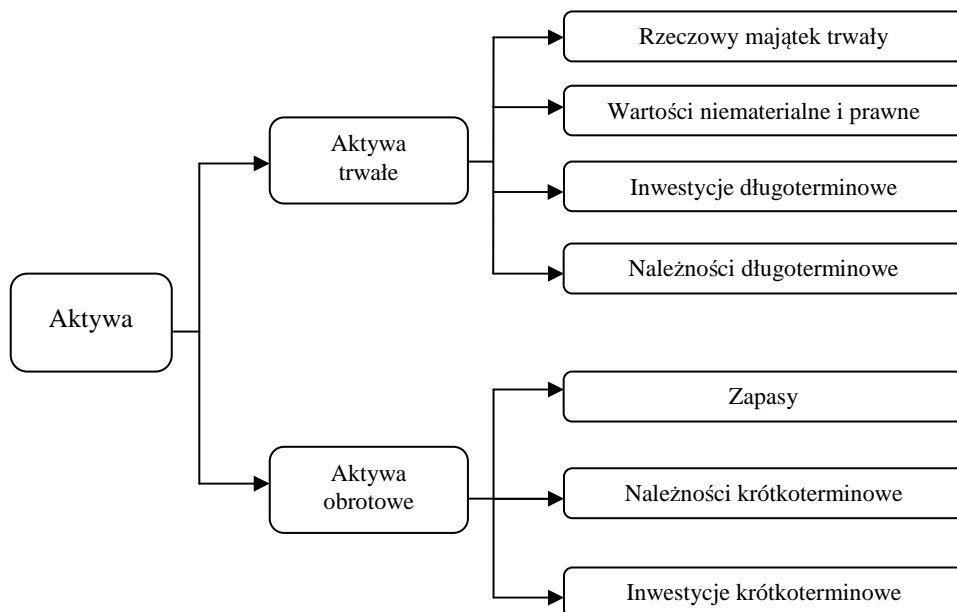
W analizie finansowej w dużym stopniu wykorzystywane są dane zawarte w sprawozdaniach finansowych, z tego właśnie powodu majątek ukazuje się w węższym ujęciu, jak w bilansie. Rozróżniamy tutaj rzeczowe i finansowe ujęcie majątku. W części rzeczowej znajdziemy takie pozycje jak budynki, papiery wartościowe czy gotówka. Z kolei w części finansowej majątek przedstawiony zostaje według źródeł finansowania składników majątku. Zadaniem finansowania jest dostarczenie w optymalnej formie kapitału niezbędnego do realizacji celów jednostki gospodarczej [Mickiewicz 1992:10].



Rysunek 1. Ujęcie zasobów przedsiębiorstwa

Źródło: Gabrusiewicz [2007: 58].

Według ustawy o rachunkowości aktywa to kontrolowane przez jednostkę zasoby majątkowe o wiarygodnie określonej wartości, które spowodują w przyszłości wpływ do jednostki korzyści ekonomicznych [*Ustawa o rachunkowości*, art. 3, ust. 1, pkt 12].



Rysunek 2. Podział aktywów

Źródło: opracowanie własne.

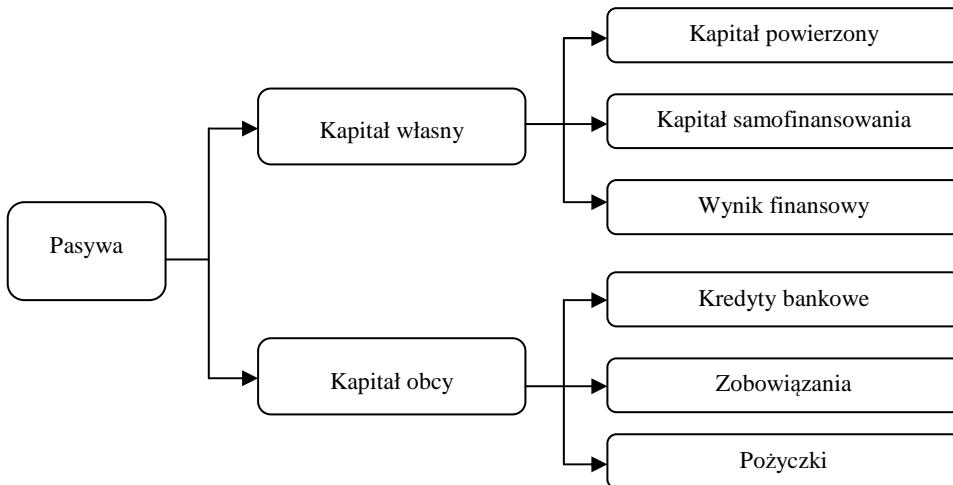
Pasywa to zewnętrzne i wewnętrzne źródła finansowania majątku, obejmujące kapitał własny i obcy. Kapitały własne są odpowiednikiem części majątku stanowiącej własność danej jednostki. Kapitały te pochodzą głównie z dwóch źródeł:

- wkładów wniesionych w formie pieniężnej lub rzeczowej przez założycieli,
- z części wygosparowanego zysku netto.

Zobowiązania – zewnętrzne źródła finansowania majątku, rozumie się przez to wynikający z przeszłych zdarzeń obowiązek wykonania świadczeń o wiarygodnie określonej wartości, które spowodują wykorzystanie już posiadanych lub przyszłych aktywów jednostki [*Ustawa o rachunkowości*, art. 3, ust. 1, pkt 20].

Poniższy schemat ściśle nawiązuje do źródła pochodzenia kapitałów. Widzimy tutaj istotny podział na pochodzenie własne i obce. Optymalna struktura kapitału jest bardzo ważna dla funkcjonowania przedsiębiorstwa i jego zdolności do regulowania zobowiązań w terminie [Brendea 2013]. Pasywa, inaczej źródła pochodzenia majątku jednostek gospodarczych, stanowią element konieczny dla

rozwoju każdej firmy. Oprócz kapitału własnego pochodzącego z wpłat wspólników oraz wypracowanego zysku, każda firma posiada również kapitał obcy.



Rysunek 3. Podział pasywów

Źródło: opracowanie własne.

Podstawowe źródła kapitału obcego to:

- kredyty,
- pożyczki,
- kredyt handlowy,
- dłużne papiery wartościowe,
- leasing,
- factoring,
- dotacje i subwencje,
- fundusze pomostowe.

W artykule zajmiemy się analizą trzech firm pochodzących z różnych branż, notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych. Zbadamy ich strukturę bilansu, następnie stopień dźwigni finansowej i rentowność kapitału obcego, aby w końcu przeanalizować przepływy pieniężne spółki i określić jej stopień rozwoju i możliwości regulowania zobowiązań z osiągniętej nadwyżki finansowej.

Strukturę bilansu analizowanych firm przedstawia tab. 1.

Analiza bilansu poszczególnych firm daje nam obraz struktury posiadanych aktywów i pasywów. W naszym przypadku na szczególne zainteresowanie zasługują pasywa, czyli struktura kapitałów. Widzimy, że we wszystkich analizowanych przypadkach mamy do czynienia z przewagą kapitałów własnych, nad kapitałami obcymi. Jedynie spółka ATM S.A. wykazuje podobny poziom kapi-

tału obcego i własnego w jednym z badanych okresów, związane z bardzo wysokim poziomem zobowiązań z tytułu dostaw i usług, co może świadczyć o trudnościach ze spłatą zaciąganych zobowiązań handlowych.

Tabela 1. Przykładowe struktury bilansu wybranych spółek, notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych, w latach 2011–2013

	WAWEL S.A.			Grupa Kapitałowa ENEA			Grupa Kapitałowa ATM S.A.		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
<b>AKTYWA (tys. zł)</b>									
<b>I. Aktywa trwałe</b>	<b>191265</b>	<b>193846</b>	<b>207683</b>	<b>9830686</b>	<b>11011502</b>	<b>12369473</b>	<b>369733</b>	<b>321326</b>	<b>332564</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	180334	183217	197685	9076871	10459377	11811566	218167	207697	263014
Wartość firmy	2008	2008	2008	—	—	—	18579	128	—
Wartości niematerialne	1071	897	712	102312	201357	206580	64775	44972	5101
Należności długoterminowe	52	52	52	237	376	3933	—	—	—
Udziały w jednostkach podporządkowanych	4615	4595	3228	278854	5951	3298	67324	68367	64241
Długookresowe rozliczenia międzyokresowe	3185	3077	3998	—	—	—	—	—	—
Pozostałe aktywa trwałe	—	—	—	372412	344441	344096	888	162	208
<b>II. Aktywa obrotowe</b>	<b>186935</b>	<b>243779</b>	<b>302859</b>	<b>4331465</b>	<b>3669033</b>	<b>3952551</b>	<b>168905</b>	<b>37842</b>	<b>38771</b>
Zapasy	44859	38618	42948	483022	502654	521498	15240	1340	1511
Należności krótkoterminowe	134984	167424	191995	1106535	1435413	1357421	88752	24354	31353
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	340	381	378	—	—	—	—	—	—
Krótkoterminowe aktywa finansowe	5912	36516	67538	1218361	1095495	1573195	56566	4578	1129
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	840	840	0	21503	13541	13487	104	970	453
Pozostałe aktywa obrotowe	—	—	—	1502044	621930	486950	8243	6600	4325
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>378200</b>	<b>437625</b>	<b>510542</b>	<b>14162151</b>	<b>14680535</b>	<b>16322024</b>	<b>538638</b>	<b>359168</b>	<b>371335</b>

PASywa (tys. zł)									
<b>I. Kapitał własny ogółem</b>	<b>262828</b>	<b>312758</b>	<b>372172</b>	<b>10479762</b>	<b>10914047</b>	<b>11487948</b>	<b>283090</b>	<b>231425</b>	<b>236106</b>
Kapitał podstawowy	7499	7449	7449	588018	588018	588018	34723	34723	34723
Kapitał z emisji akcji	18146	18146	18146	3632464	3632464	3632464	159030	123735	123735
Inne składniki kapitału	-46	-286	-343	1201279	1195973	1188178	47748	54755	55994
Zyski zatrzymane	237229	287399	346870	5058001	5497592	6079288	41589	18212	21652
<b>II. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>115372</b>	<b>124867</b>	<b>138370</b>	<b>3682389</b>	<b>3766488</b>	<b>4834076</b>	<b>255548</b>	<b>127748</b>	<b>135229</b>
Rezerwy na zobowiązania	19635	21332	25186	841899	861499	1071371	1224	34	1529
Zobowiązania długoterminowe	1001	679	86	817344	1257183	1928705	62135	77620	66265
Zobowiązania krótkoterminowe	94736	102856	113098	2023146	1647806	1834000	192189	47502	67435
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe zobowiązania	92608	101868	112176	1238489	1290391	1407703	135056	20115	29763
Rozliczenia międzyokresowe	2128	988	922	-	-	-	-	-	-
Inne zobowiązania	-	-	-	-	-	-	-	2587	-
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>378200</b>	<b>437625</b>	<b>510542</b>	<b>14162151</b>	<b>14680535</b>	<b>16322024</b>	<b>538638</b>	<b>359168</b>	<b>371335</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych analizowanych spółek.

## 2. ISTOTA, POMIAR I ZNACZENIE STRUKTURY KAPITAŁU

Pojęcie kapitał to jedna z najbardziej wieloznacznych kategorii. We współczesnych naukach ekonomicznych definicja kapitału jest używana w ujęciu makroekonomicznym oraz 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 ludzki [Łuczka 1997: 45].

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 strumieniem. Jego efektem są aktywa generujące w przedsiębiorstwie nadwyżkę finansową będącą strumieniem [Iwin-Garżyńska 2006: 15].

Najogólniej kapitał można określić jako nagromadzone dobro służące do rozwijania dalszej produkcji oraz zasoby pieniężne stosowane w produkcji [Towamicka 2003: 20]. Kapitał jest dobrem pożądanym, ponieważ umożliwia działalność, w której wyniku wzrasta jego wartość, ale umożliwia osiągnięcie i utrzymanie przewagi konkurencyjnej na rynku.

Kapitał własny jest uważany za najbardziej stabilne źródło finansowania działalności przedsiębiorstwa ze względu na długoterminowość zaangażowania środków. Ryzyko takiego finansowania jest oczywiście znacznie mniejsze niż kapitału obcego, podmiot wnoszący kapitał nie ma zazwyczaj prawa do jego zwrotu czy odsetek, jego wynagrodzenie za zaangażowanie środków przybiera form uczestnictwa w wypracowanym zysku. Jednak w sprzyjających okolicznościach wykorzystanie kapitału zewnętrznego pozwala skorzystać z efektu dźwigni finansowej, dzięki której wzrasta rentowność kapitałów własnych. Duży wpływ ma tzw. efekt tarczy podatkowej, gdyż koszty płaconych odsetek pomniejszają podstawę opodatkowania, co w efekcie obniża koszt długu [Latoszek (red.) 2008: 74–75].

Kapitał obcy jest to wielkość środków finansowych, które wierzyciele dali do dyspozycji przedsiębiorstwa na czas ograniczony. Środki pieniężne powinny być zwrócone w określonym terminie. Kapitał obcy w tym znaczeniu powiększa bazę finansowania, co znaczy także o powiększeniu się przedsiębiorstwa. Często jest on pozyskiwany na określony cel i wykorzystywany zgodnie z nim, ponieważ kapitał obcy niesie za sobą ryzyko, a także koszt. Kapitały obce charakteryzują stałe, obowiązkowe i niezależne od aktualnej kondycji finansowej wypłaty odsetek oraz raty kapitałowej. Charakter tych płatności dyscyplinuje zarządzających w zakresie odpowiedniego dysponowania środkami pieniężnymi. Dla firm, które wymagają zdolność kredytową i odpowiednią płynność finansową stanowi on elastyczne źródło finansowania umożliwiając podjęcie inwestycji przekraczających własne możliwości oraz możliwości firmy. Dawcy kapitału obcego nie mają prawa głosu w zakresie funkcjonowania przedsiębiorstwa jednak w większości przypadków, mogą na sposób, w jaki jest wykorzystywany.

Struktura kapitału, przejawia się w odpowiednich proporcjach między kapitałem własnym a kapitałem obcym. Chcąc szczegółowo ocenić politykę finansową badanego podmiotu, można analizować trzy elementy:

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

### 3. KSZTAŁTOWANIE STRUKTURY KAPITAŁU – DŹWIGNIA FINANSOWA

Każda firma, która wciąż się rozwija, potrzebuje kapitału, który może zostać pożyczony lub stanowić wkład własny właścicieli. Przy korzystaniu

z kapitału obcego zachodzi konieczność wyboru struktury, która minimalizując koszt kapitału równocześnie maksymalizowałaby wartość firmy. Decyzja o strukturze kapitału związana jest z działaniem efektu dźwigni finansowej, który polega na zmianie rentowności kapitału własnego wskutek zmiany udziałów kapitałów obcych w finansowaniu majątku firmy. Pożądany jest oczywiście dodatni efekt dźwigni finansowej [Brigham i Houston 2005: 142]. Przedsiębiorstwa finansujące się kapitałem obcym mogą korzystać z pozytywnego efektu działania dźwigni finansowej, przy czym muszą spełnić dwa warunki:

- Rentowność kapitału liczona jako relacja EBIT do kapitału całkowitego musi być wyższa od stopy oprocentowania długu [Raghuram i Zingales 1995: 1421–1460]. Jeżeli dług będzie oprocentowany wyżej niż wynosi rentowność, wtedy przychód wypracowany przez kapitał obcy będzie pochłonięty przez spłatę odsetek, które na dodatek pochłoną część zysku wygenerowanego przez kapitał własny firmy, obniżając rentowność kapitału własnego (ROE) – efekt ten jest efektem maczugi finansowej;

- Zachowana odpowiednia struktura kapitału, w której udział kapitału obcego w kapitale ogółem nie spowoduje wzrostu kosztu tego kapitału. Jeżeli relacja kapitału obcego do kapitału ogółem będzie zbyt wysoka, wtedy wierzyciele przedsiębiorstwa będą żądali wyższej ceny za finansowanie przedsiębiorstwa z powodu wzrostu ryzyka [*Teorie struktury kapitału...*, dostęp: 26.08.2014].

Tabela 2. Struktura kapitałów i stopień dźwigni finansowej wybranych spółek

Nazwa firmy	Lata	Udział % kapitałów własnych w sumie bilansowej	Udział % kapitałów obcych w sumie bilansowej	Stosunek kapitałów własnych do kapitałów obcych	Rentowność kapitału własnego	Dźwignia finansowa
WAWEL S.A.	2011	69,5	30,5	2,28	21,60	0,95
	2012	71,5	28,5	2,51	21,32	0,94
	2013	72,9	27,1	2,69	21,62	0,96
Grupa Kapitałowa ENEA	2011	74,0	26,0	2,85	7,58	0,86
	2012	74,3	25,7	2,89	6,41	0,93
	2013	70,4	29,6	2,38	6,23	0,95
Grupa Kapitałowa ATM S.A.	2011	52,6	47,4	1,11	6,18	1,30
	2012	64,4	35,6	1,81	5,10	1,65
	2013	63,6	36,4	1,75	4,93	1,47

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych wybranych firm.



Z tab. 2 możemy zaobserwować, iż wszystkie badane spółki w badanych latach miały więcej kapitałów własnych niż obcych w sumie bilansowej. Co jest zjawiskiem pozytywnym, gdyż przedsiębiorstwa korzystające w większości ze swoich środków finansowych nie zadłużają się.

Wskaźnik kapitałów własnych do kapitałów obcych powyżej 1 oznacza, że kapitały własne są większe niż zobowiązania obce. Natomiast wartości poniżej 1 oznaczają, że długi przewyższają kapitały spółki, co nie jest jednoznacznie negatywne, bowiem zobowiązania obce mogą być skutecznie wykorzystywane w mechanizmie dźwigni finansowej do zwiększenia zysku przedsiębiorstwa. Jednak wyższe wartości tego wskaźnika oznaczają również większe ryzyko utraty płynności, gdy np. pogorszy się koniunktura na rynku, w którym działa spółka. W firmie WAWEL S.A. jak również w Grupie Kapitałowej ENEA kapitały własne przewyższały dwukrotnie kapitały obce.

ROE jest to miara rentowności kapitału, informuje ile zysku uzyskuje spółka z każdego 100 zł zaangażowanych kapitałów własnych. W przedsiębiorstwie WAWEL S.A. wskaźnik ROE był we wszystkich badanych latach na podobnym poziomie i jego wartość kształtowała się w granicach 21 zł. Oznacza to, że zaangażowanie przez spółkę 100 zł kapitałów własnych przynosiło średnio 21,60 zł zysku netto.

Jeżeli chodzi o grupę kapitałową ENEA, ROE z roku na rok się zmniejszało, a więc wykorzystanie kapitałów własnych malało, a co za tym idzie kapitały własne miały mniejszy wpływ na generowanie zysku netto. Podobną sytuację możemy zaobserwować w ATM S.A.

Stopień dźwigni finansowej informuje, o ile zmieni się zysk brutto, jeżeli zysk operacyjny zmieni się o 1%. Znajomość stopnia dźwigni finansowej, można więc z powodzeniem wykorzystywać w procesie planowania finansowego. Stopień dźwigni finansowej zależy od poziomu zysku operacyjnego i wielkości kosztów finansowych. Gdy poziom kosztów finansowych jest bliski wartości zysku operacyjnego, stopień dźwigni finansowej będzie wysoki i odwrotnie. Możemy zaobserwować, iż w spółce WAWEL, zmiana zysku operacyjny o 1%, powoduje zmianę zysku brutto średnio w badanych latach o 0,95. W Grupie ENEA S.A. wzrost lub spadek zysku operacyjnego o 1%, pociąga za sobą odpowiednią modyfikację zysku brutto średnio w 2011 r. o 0,86, a w 2013 – 0,95. W Grupie ATM zauważymy zmianę o 2011 r. –1,30, a w 2013 r. –1,47.

Niemal każde przedsiębiorstwo stosuje dźwignię finansową, bowiem pozwala to uzyskać dwie główne korzyści. Po pierwsze, może wykorzystywać dodatni efekt dźwigni finansowej i tym samym zwiększyć stopę zwrotu z kapitału własnego. Po drugie, dzięki dźwigni finansowej może zwiększyć wartość aktywów bez potrzeby inwestowania dodatkowych własnych środków (kapitału własnego).

## 4. KLASYFIKACJE I ROZWÓJ TEORII STRUKTURY KAPITAŁU

### 4.1. Teoria Modiglianego i Millera

Nowoczesna teoria struktury kapitałowej pojawiła się w 1958 r. wraz z teorią Millera i Modiglianego, nazywana jest również teorią MM oraz teorią nieistotności struktury kapitału [Harris i Raviv 1991]. Stewart Clay Myers stwierdził, że dopiero od sformułowania tej teorii na dobre rozpoczęła się ewolucja teorii struktury kapitału [Brealey i Myers 2003]. Teoria nieistotności struktury kapitału podzielona jest na dwie części, jedna opisuje studium przypadku w gospodarce, w której nie występują podatki od przedsiębiorstw, druga gospodarkę w której podatek dochodowy od przedsiębiorstw występuje. F. Modigliani i M. Miller jako pierwsi przeprowadzili analizę wpływu decyzji finansowych i inwestycyjnych na wartość rynkową przedsiębiorstwa.

W 1977 r. M. Miller zaprezentował, w postaci modelu Millera, rozwinięcie teorii MM. Miller w swoim modelu uwzględnił wpływ podatku dochodowego od osób fizycznych i prawnych i udowodnił, że wprowadzenie osobistego podatku dochodowego powoduje, że korzystanie przez przedsiębiorstwo z długu nie ma wpływu na wartość rynkową spółki, czym potwierdził założenia teorii MM z 1958 r. o nieistotności struktury kapitału w przedsiębiorstwie [Ickiewicz 2007].

### 4.2. Teoria kompromisowa

W teorii kompromisowej uwzględnia się pomniejszenie wartości odsetkowej tarczy podatkowej, a więc różnicy pomiędzy stawką podatku dochodowego płaconego przez osoby prawne i fizyczne. Również im większa jest wartość nie odsetkowych tarcz podatkowych tym niższe mogą być konieczne odsetkowe tarcze podatkowe. Szacowanie tarczy podatkowej rozpoczyna się przy stopie podatku dochodowego płaconego przez przedsiębiorstwo i pomniejsza się w miarę wzrostu zadłużenia do minimalnej stopy osobistego podatku dochodowego [Brealey i Myers 1991]. W związku z faktem, że podatek od dochodów kapitałowych naliczany jest od zysku, inwestycja, która przynosi stratę, nie jest obciążona podatkiem. Pojawia się on dopiero w momencie wyrównania strat. Jednak wycofanie środków z inwestycji przynoszącej stratę i ponowne ich zainwestowanie powoduje, że zyski w nowej inwestycji będą od razu obciążone podatkiem od dochodów kapitałowych, nawet zanim jeszcze zrekompensują stratę z poprzedniej inwestycji. Strata jest więc swego rodzaju ochroną („tarczą”) przed podatkiem, którą jednak traci się w momencie zakończenia inwestycji.

Wartość zadłużenia ogółem wyznaczona zostanie przez punkt, w którym korzyści podatkowe krańcowego kredytobiorcy równe będą kwocie podatku dochodowego płaconego przez krańcowego kredytobiorcę, ale ta równowaga różni się od tej określonych przez Millera w trzech punktach:

1. W przypadku, gdy przedsiębiorstwa nie są pewne, że w pełni wykorzystują odsetkowe tarcze podatkowe wartość zadłużenia ogółem będzie niższa od tej zakładanej przez M. Millera;

2. Przedsiębiorstwa nie mając pewności odnośnie korzyści wynikających z posiadania wysokich odsetkowych tarczy podatkowych nie będą przygotowane do płacenia wysokich odsetek od długu;

3. Dla różnych przedsiębiorstw poszczególne tarcze podatkowe mają różną wartość ponieważ przedsiębiorstwa mające wysokie nie odsetkowe tarcze podatkowe i niepewne perspektywy rozwoju nie powinny zaciągać większych długów niż te przedsiębiorstwa, które mają stałe i duże dochody.

Ważne jest, że najbardziej opłacalne jest stosowanie umiarkowanej tarczy podatkowej przez przedsiębiorstwa cechujące się stabilnością sprzedaży i zysków.

### 4.3. Teoria bankructwa

W roku 1967 N. Baxter sformułował teorię struktury kapitału uwzględniającą koszty bankructwa, zwaną także statyczną teorią struktury kapitału, istnieje tutaj bowiem założenie stałości majątku, zakresu operacyjnego przedsiębiorstwa i zmienności zaangażowanego kapitału obcego w kapitale ogółem. Ponadto badania empiryczne wykazują, że koszty bankructwa są istotnym determinantem optymalnej struktury kapitału. Koszty trudności finansowych i koszty bankructwa występują w sytuacji, gdy w przedsiębiorstwie następuje zator płatniczy, co powoduje osłabienie standingu finansowego. Podnoszą one średni ważony koszt kapitału co zmniejsza rynkową wartość przedsiębiorstwa. Teoria struktury kapitału uwzględniająca koszty bankructwa zakłada, że firma nie powinna się nadmiernie zadłużać, ponieważ ciągłe finansowanie długiem powiększa ryzyko wystąpienia trudności finansowych, a przy znacznych kosztach bankructwa i kosztach trudności finansowych zaleca się użycie niskiego poziomu dźwigni finansowej.

### 4.4. Teoria sygnalizacji

Uwzględnienie asymetrii informacji pośród uczestników rynku pozwoliło stworzyć teorię sygnałów. Teoria ta pokazuje, że osoby blisko związane z firmą posiadają więcej informacji o przyszłych strumieniach przepływu pieniądza od

innych uczestników rynku. Zgodnie z tą teorią rynkowe ceny akcji spółki nie uwzględniają informacji, które nie są publicznie dostępne [*Teorie struktury kapitału...*, dostęp: 27.08.2014]. Nowa teoria uchyla założenie pierwotnej teorii rynku doskonałego, która zakładała, jakoby wszystkie podmioty rynkowe miały pełną i jednakową wiedzę dotyczącą działalności danej spółki. Ponadto badania empiryczne wykazały, że asymetria informacji jest istotnym determinantem kształtowania struktury kapitału i wyborze emitowanych walorów przez zarząd firmy, co ściśle wiąże się z teorią hierarchii sformułowaną przez Myersa i Majlufa. Teoria sygnałów zakłada, że zmiany w stopniu dźwigni finansowej są odpowiedzią zarządu na wahania standingu finansowego przedsiębiorstwa, które na rynku są sygnałem dotyczącym oczekiwań względem perspektyw rozwojowych spółki. Dzięki występowaniu asymetrii informacji zarząd spółki próbuje przekonać inwestorów, że zarządzana przez nich spółka jest więcej warta niż w rzeczywistości. Dowiedziono, że przedsiębiorstwa mające mniejszy udział rzeczowych aktywów trwałych w majątku charakteryzują się większą asymetrią informacji, a niedoszacowanie przez inwestorów przedsięwzięć inwestycyjnych w takich spółkach zdarza się częściej niż w tych o mniejszej asymetrii informacji.

#### 4.5. Teoria hierarchii źródeł finansowania

Teoria hierarchii zwana też teorią wyboru została sformułowana przez S. Myersa i N. Majlufa w 1984 r. Asymetria informacji wspomaga wybór między zewnętrznym a wewnętrznym finansowaniem [Brealey i Myers 2003: 508–509]. Prowadzi to do teorii hierarchii źródeł finansowania, według której inwestycje są finansowane najpierw funduszami wewnętrznymi, takimi jak: zysk zatrzymany, odpisy amortyzacyjne oraz wpływy ze sprzedaży krótkoterminowych aktywów finansowych lub inne zbędne części majątku, dopiero później nowym długiem i nową emisją kapitału własnego [Pomykańska i Pomykański 2007: 189]. Zgodnie z teorią hierarchii przedsiębiorstwo w pierwszej kolejności wykorzystuje wewnętrzne źródła finansowania [Brealey i Myers 2007: 694], a dopiero później zewnętrzne w postaci papierów dłużnych, które preferowane są przed emisją papierów udziałowych. E. F. Brigham i J. F. Houston jako jeden z kluczowych wniosków płynących z teorii wyboru uznali fakt, że kapitał obcy jest mniej kosztowny dzięki zastosowaniu tarczy podatkowej, przez co korzystanie z długu więcej zysków operacyjnych przedsiębiorstwa płynie do akcjonariuszy [Brigham i Houston 2005]. Celem teorii wyboru nie jest optymalizacja struktury kapitału, ale wyszukanie najtańszych źródeł pozyskiwania kapitału, za czym przemawia fakt unikania zbędnych kosztów agencyjnych towarzyszących finansowaniu zewnętrznemu. W teorii ilość podejmowanych nowych inwestycji rzeczowych jest determinowana przez wysokość wewnętrznych źródeł kapitału [*Teorie struktury kapitału...*, dostęp: 27.08.2014].

## 5. WYKORZYSTANIE RACHUNKU PRZEPIŁYWÓW PIENIĘŻNYCH W ANALIZACH ZWIĄZANYCH Z WERYFIKACJĄ STRUKTURY KAPITAŁU

W literaturze nie ma uniwersalnej optymalnej struktury kapitałowej. Sformułowanie optymalnej struktury kapitału jest skomplikowane, w dużej mierze zależy bowiem od środowiska w którym firma prowadzi swoją działalność. To znaczy, że w innym środowisku, firma musi odpowiednio zareagować w celu osiągnięcia optymalnej struktury kapitałowej. Ważne jest zatem analizowanie wszystkich możliwych wskaźników i odpowiednie zmiany w celu zachowania zdrowych relacji między kapitałem własnym a kapitałem obcym [Piaw i Jais 1997].

*Cash flow* zaczęto stosować na szeroką skalę w latach 80., kiedy to zbankrutowała firma, uznawana dotąd za bardzo zyskową. Utraciła płynność finansową, bo analitycy nie zauważyli sygnałów ostrzegawczych zbliżającej się katastrofy, gdyż zwracali uwagę tylko na bilans oraz rachunek zysków i strat. Rachunek przepływów pieniężnych ukazuje przepływ środków pieniężnych w ujęciu dynamicznym, czyli przedstawia źródło finansowania środków pieniężnych i ich wykorzystanie.

Rachunek przepływów pieniężnych sporządza się w celu prezentacji informacji o zmianach i kierunkach zmian w wartości środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w jednostce gospodarczej w ujęciu historycznym. Informacje te są potrzebne do oceny sytuacji finansowej jednostki gospodarczej oraz do podejmowania decyzji w procesie zarządzania nią. Sprawozdanie to ma charakter dynamiczny i jest sporządzone zgodnie z zasadą kasową. Dla celu sporządzenia rachunku przepływów pieniężnych aktywa pieniężne są zdefiniowane szerzej niż dla celów bilansu. Warunkiem zaliczenia ich do środków pieniężnych jest, ażeby były płatne lub wymagalne w ciągu 3 miesięcy od dnia ich otrzymania, wystawienia nabycie lub założenia (lokaty). Wyjątek stanowią te, które są ujmowane w przepływach z działalności inwestycyjnej (lokacyjnej). W rachunku przepływów pieniężnych należy wykazać przepływy cząstkowe z trzech rodzajów działalności: operacyjnej, inwestycyjnej, finansowej. Z konstrukcji sprawozdania wynika, iż suma cząstkowych przepływów środków pieniężnych musi być zgodna z bilansową zmianą stanu środków pieniężnych. Rachunek przepływów pieniężnych można sporządzić dwoma metodami: metodą bezpośrednią, metodą pośrednią. Różnica pomiędzy wymienionymi metodami dotyczy przepływów z działalności operacyjnej. W **metodzie bezpośredniej** należy wykazać bezpośrednio przychody będące wpływami oraz koszty stanowiące wydatki, a następnie skumulować je w przepływy pieniężne netto (nadwyżka wpływów nad wydatkami lub wydatków nad wpływami) z działalności operacyjnej. Natomiast w **metodzie pośredniej** punktem wyjścia jest wynik finansowy, a więc memoriałowy z całej rocznej działalności podmiotu gospodarczego. Wynik ten poddawany jest szeregowi korekt, za pomocą których przekształca się go w „wynik

kasowy” z działalności operacyjnej, a więc przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej<sup>1</sup>.

Poziom wewnętrznych wolnych przepływów pieniężnych determinuje wielkość kosztów i korzyści, jakie wynikają ze zmiany struktury kapitału. Korzyści, jakie mogą wynikać z wysokiego poziomu wewnętrznej płynności, a przez to z możliwości szybkiego dochodzenia do założonego wskaźnika D/E, to jak już stwierdzono, między innymi zwiększenie wartości oszczędności podatkowych, zmniejszanie kosztu pozyskiwania kapitału z zewnątrz, czy redukcja zagrożenia substytucją aktywów w przypadku przedsiębiorstw o niskim poziomie zadłużenia. Poziom wolnych środków pieniężnych jest determinowany w dużej mierze polityką dywidend, inwestycji oraz zyskownością przedsiębiorstwa. Im większe są stałe wydatki w rodzaju dywidend czy inwestycji, tym mniejszy wolny strumień gotówki i mniejsza zdolność do utrzymania elastyczności finansowej. Im większa zyskowność i większe wolne przepływy pieniężne, tym przedsiębiorstwo będzie potrzebowało mniej finansowania zewnętrznego i będzie ponosiło niższe koszty finansowania, co z pewnością przyspiesza możliwość dostosowania struktury kapitału do zakładanego celu [Flannery i Watson Hankins 2007: 15].

Analiza przepływów pieniężnych z działalności finansowej pozwoli na obserwację wartości pozyskiwanego lub spłacanego kapitału własnego lub obcego. Tak jak to już wyżej zaznaczono, dostosowanie do docelowej struktury kapitału będzie uzależnione także od poziomu generowanych wolnych przepływów pieniężnych.

W tab. 3 przedstawiono ogólną strukturę przepływów pieniężnych w trzech badanych firmach w latach 2011–2013.

Wartości przepływów ukazane w skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych dają nam obraz aktualnej fazy rozwoju przedsiębiorstwa i jego zdolności do finansowania wewnętrznego. W przypadku spółki WAWEL w okresie 2011–2013 r. przepływy z działalności operacyjnej dają wartości dodatnie, natomiast działalność inwestycyjna i finansowa to wartości ujemne. Sytuacje tego typu występują w przedsiębiorstwach dojrzałych, o wysokiej rentowności, które są w stanie finansować działalność inwestycyjną oraz regulować zobowiązania z wypracowanej nadwyżki finansowej. Widzimy również, że spółka odnotowała w kolejnych latach wzrost płynności wewnętrznej, co świadczy o możliwości zmniejszenia kosztu pozyskania kapitału z zewnątrz.

W przypadku spółki ENEA mamy podobną sytuację, jak w przypadku przedsiębiorstwa WAWEL, dla lat 2011–2012 poszczególne rodzaje działalności pokazują nam, że firma ta działa bardzo pręźnie i posiada wysoką rentowność. Dopiero w roku 2013 obserwujemy zmianę, działalność finansowa wykazuje saldo dodatnie, co świadczy o pracach rozwojowych podjętych przez spółkę. Niestety wypracowany zysk w całości nie pokrywa zaplanowanych wydatków, co wpływa na wzrost zewnętrznych źródeł finansowania w postaci kredytów

<sup>1</sup> Opracowano na podstawie: Messner [2007: 483–486].

i pożyczek. Wariant ten jest najbardziej pożądany, ponieważ świadczy o dobrych perspektywach przedsiębiorstwa.

Tabela 3. Struktura przepływów pieniężnych w latach 2011–2013 w trzech wybranych spółkach notowanych na GPW (w tys. zł)

Firma	Lata	Działalność operacyjna	Działalność inwestycyjna	Działalność finansowa	Środki pieniężne na początek okresu	Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych z tytułu różnic kursowych	Środki pieniężne na koniec okresu
WAWEL S.A.	2011	58 055	-42 775	-14 998	4 942	-	5 224
	2012	71 978	-25 285	-16 497	5 224	-	35 420
	2013	75 072	-23 055	-20 997	35 419	-	66 439
Grupa Kapitałowa ENEA	2011	1 143 379	-590 266	-235 380	899 627	1001	1 218 361
	2012	1 242 077	-1 109 029	-255 668	1 218 361	-246	1 095 495
	2013	1 693 455	-1 817 028	601 880	1 095 495	-607	1 573 195
Grupa Kapitałowa ATM S.A.	2011	44 029	-38 700	10 969	40 269	-	56 567
	2012	6 167	-26 859	-31 296	56 566	-	4 578
	2013	39 605	-42 084	-970	4 578	-	1 129

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych.

Ostatnia z analizowanych spółek ATM S.A. w roku 2011 odnotowuje sytuację identyczną jak spółka ENEA w roku 2013, tutaj również widzimy dodatnią działalność finansową. Lata 2012–2013 to czas, gdy przedsiębiorstwo staje się firmą o stabilnej płynności wewnętrznej, odnotowuje wysoką rentowność i uznawana jest za spółkę dojrzałą, która finansuje zobowiązania oraz działalność inwestycyjną z nadwyżki, którą jest w stanie wypracować w toku prowadzonej działalności. Niestety wewnętrzna płynność spółki ATM S.A. spada, co może być sygnałem dla analityków, że płynność spółki może być zagrożona w przyszłych okresach, jeśli zachowana zostanie tendencja spadkowa.

## PODSUMOWANIE

Teorie struktury kapitału zmieniały na przestrzeni lat. Od teorii rynku doskonałego doszliśmy do najbardziej współczesnych mówiących o hierarchii źródeł finansowania czy asymetrii informacji. Doświadczenie i wiedza pozwoliły na rozwój i postęp w dziedzinie finansów, które ściśle związane są z każdym

przedsiębiorstwem. Wszystkie teorie przedstawiają różne konkluzje dotyczące zagadnienia optymalnej struktury kapitału i jej wpływu na wartość rynkową firmy – w pierwotnych teoriach koszt kapitału przedsiębiorstwa nie był determinowany przez stopień zadłużenia firmy. Kolejne teorie zakładały, że przedsiębiorstwo powinno się w całości finansować kapitałem obcym, aby następnie dojść do tego, że struktura kapitału nie ma wpływu na wartość przedsiębiorstwa.

Przeprowadzone badania pokazały, że w trzech badanych przedsiębiorstwach występuje nadwyżka kapitałów własnych nad obcymi. Wskaźnik rentowności kapitałów własnych jest wysoki i jest w stanie wygenerować duży zysk. Jednak sytuacja ta może ulec diametralnej zmianie w zależności od sytuacji rynkowej, dlatego konieczna jest regularna analiza struktury kapitałów i obserwacja wskaźników czy przepływów pieniężnych w firmie, aby reagować na niekorzystne wahania i odpowiednio sterować strukturą kapitałów w celu zapewnienia płynności finansowej w firmie.

Rozwój teorii struktury kapitału pozwolił na uwzględnianie w modelach coraz to większej liczby czynników i doprowadził do powstawania celniejszych wniosków – wraz z rozwojem analizy finansowej i finansów przedsiębiorstw w przyszłości zaprezentowane zostaną kolejne teorie struktury kapitału. Z kolei przedsiębiorcy zdobędą coraz to nowsze sposoby analizy swojego majątku i możliwości wczesnego reagowania na negatywne wahania w zakresie finansów.

## BIBLIOGRAFIA

- Brealey R. A., Myers S. C., 2003, *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York.
- Brealey R. A., Myers S. C., 1991, *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York.
- Brealey R. A., Myers S. C., 2007, *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Brendea G., 2013, *The impact of the recent financial crisis on the capital structure choices of the Romanian listed firms*, Review of Economic Studies and Research Virgil Madgearu.
- Brigham E., Houston J., 2005, *Podstawy zarządzania finansami*, t. 2, PWE, Warszawa.
- Dudycz T., 1999, *Analiza finansowa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław.
- Flannery M., Watson Hankins K., 2007, *A Theory of Capital Structure Adjustment Speed*.
- Gabrusewicz W., 2007, *Podstawy analizy finansowej*, PWE, Warszawa.
- Harris M., Raviv A., 1991, *The Theory of Capital Structure*, „The Journal of Finance”, vol. 46.
- Ickiewicz J., 2007, *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwie*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
- Iwin-Garżyńska J., 2006, *O finansowej istocie kapitału. Esej*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Kędzior M., 2011, *Międzynarodowa struktura kapitału przedsiębiorstw. Ujęcie rachunkowości i finansów*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa.
- Korajczyk R., Levy A., 2000, *Capital structure choice: Macroeconomic conditions and financial constraints*, „Journal of Financial Economics”, vol. 68.
- Latoszek E (red.), 2008, *Finansowanie MSP w Polsce ze środków finansowych UE jako czynnik wpływający na konkurencyjność przedsiębiorstw*, SGH, Warszawa.



- Łuczka T., 1997, *Kapitał jako przedmiot gospodarki finansowej małego i średniego przedsiębiorstwa. Wprowadzenie do finansów przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań.
- Messner Z., 2007, *Rachunkowość finansowa z uwzględnieniem*, MSSF, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Mickiewicz J., 1992, *Strategia finansowania przedsiębiorstwa*, POLTEXT, Warszawa.
- Piaw L. T., Jais M., 1997, *The capital structure of Malaysian firm the aftermath of Asian Financial Crisis*.
- Pomykalska B., Pomykalski P., 2007, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Raghuram G. R., Zingales L., 1995, *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*, „The Journal of Finance”, December, vol. 50, issue 5.
- Teorie struktury kapitału*, <http://www.zerobeta.pl/2012/10/teorie-struktury-kapitalu/>.
- Towarnicka H., 2003, *Strategia inwestycyjna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław.
- Ustawa o rachunkowości*, <http://isap.sejm.gov.pl/DetailsServlet?id=WDU19941210591>.

### THE CAPITAL STRUCTURE THEORIES IN WORLD LITERATURE

In this article, will be presented the evolution of capital structure in world literature. The article shows the essence, the measurement and the importance of capital structure and capital structure theories have been presented, as well as their development over time. Cash flow used in analyses related to the verification of the capital structure.

Key words: capital structure, assets, capital, leverage, capital structure theories.