

**Wiesław Szczęsny**

Wszelchnica Polska Szkoła Wyższa w Warszawie

# **PRZESŁANKI WYBORU STRUKTURY KAPITAŁU – ARTYKUŁ DYSKUSYJNY**

## **Wprowadzenie**

Istotą procesu inwestowania jest dążenie do uzyskania dodatniej wartości bieżącej netto, która stanowi nadwyżkę przepływów pieniężnych nad kosztami realizacji inwestycji. Na koszty te składają się nakłady początkowe oraz tzw. koszt zastosowanego kapitału, którego wielkość odzwierciedla stopa dyskontowa. Koszt kapitału zależy od sposobu finansowania inwestycji.

Pojawiają się tu dwa ważne problemy decyzyjne. Pierwszy to ten, że koszt kapitału w modelu wartości bieżącej netto jest parametrem arbitralnym. Wyraża go stopa dyskontowa. Od jej wielkości zależy wartość planowanej inwestycji. Im jest ona wyższa, tym mniejsza wartość inwestycji i odwrotnie. Oznacza to możliwość popełnienia błędu decyzyjnego polegającego na odrzuceniu dobrze zapowiadającego się projektu inwestycyjnego lub na realizacji projektu, który okaże się nieefektywny. Drugi problem związany jest z wyceną kosztu kapitału własnego. Pojawia się on zarówno w sytuacji, gdy stopa dyskontowa odzwierciedla koszt kapitału całkowitego przedsiębiorstwa, jak i koszt kapitału finansującego inwestycję. Nie rozpatruję przypadku finansowania inwestycji wyłącznie kapitałem obcym.

## **1. Średni koszt kapitału w ujęciu dynamicznym**

W literaturze przedmiotu zaleca się przyjmowanie wielkości stopy dyskontowej na poziomie kosztu kapitału w przedsiębiorstwie. Jest on średnią ważoną kosztów poszczególnych składników kapitału, przy czym wagami są udziały tych składników w kapitale całkowitym:

$$WACC = E/V \times K_E + D/V \times K_D,$$

gdzie:

$E/V$  – udział kapitału własnego,

$D/V$  – udział długu,

$K_E$  i  $K_D$  – odpowiednio koszt kapitału własnego i obcego.

Formułę tę zaproponowali Franco Modigliani i Merton Miller. Mimo wielu upraszczających założeń, jakie przyjęli w swoich badaniach, ich teoria struktury kapitału uznana została za najbardziej wpływową w dziedzinie finansów przedsiębiorstwa<sup>1</sup>. Przekształcając formułę  $WACC$  ze względu na  $K_E$  otrzymamy:

$$K_E = WACC + D/E (WACC - K_D).$$

Koszt kapitału własnego jest rosnącą funkcją liniową struktury kapitałowej przedsiębiorstwa. Oznacza to, że dla każdego składu kapitału całkowitego, przy założeniu że  $WACC > K_D$ , koszt kapitału własnego jest większy w przedsiębiorstwie korzystającym z długu. Modigliani i Miller dowodzili, że ewentualne korzyści wynikające z zaangażowania tańszego kapitału obcego neutralizowane są przez wzrost kosztu kapitału własnego. Spowodowane jest to ryzykiem finansowym, które wyraża drugi składnik równania, tj.  $D/E (WACC - K_D)$ . W przypadku, gdy przedsiębiorstwo finansuje się wyłącznie kapitałem własnym, ryzyko finansowe jest równe zero, a koszt kapitału własnego jest równy kosztowi kapitału całkowitego. Jeżeli pojawia się alternatywne źródło finansowania w postaci kapitału obcego, to drugi człon równania przyjmuje wartość większą od zera i tym samym zwiększa się koszt kapitału własnego  $K_E$ . Reasumując, zmiana wag struktury kapitałowej  $E/V$  oraz  $D/V$  jest dla kosztu kapitału  $WACC$  neutralna, gdyż wraz ze wzrostem udziału tańszego kapitału obcego rośnie koszt kapitału własnego. Sposób finansowania nie wpływa więc na wielkość kosztu całkowitego.

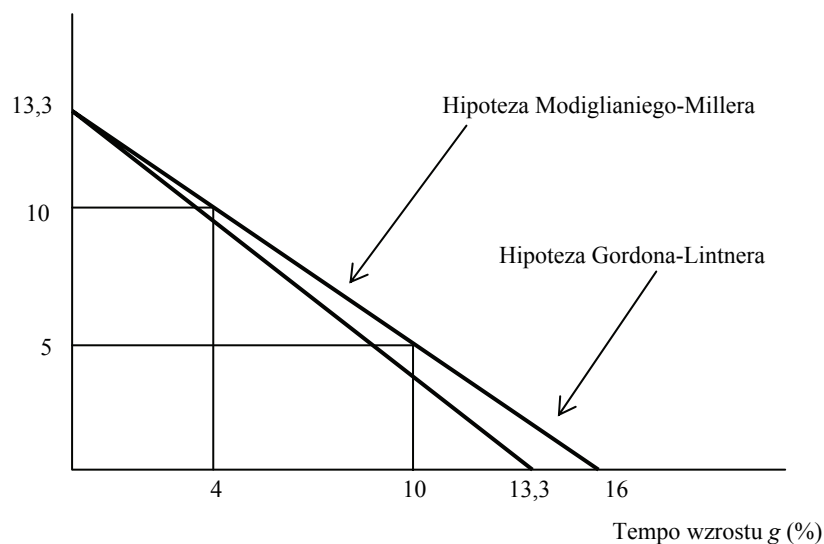
I tu pojawia się wątpliwość. Skoro sposób finansowania nie wpływa na wielkość kosztu całkowitego, to również nie ma znaczenia to, jaką politykę dywidend prowadzi przedsiębiorstwo. Bez względu na to, czy dywidenda jest wypłacana czy nie, koszt kapitału przedsiębiorstwa pozostaje na tym samym poziomie. Takim twierdzeniem Modigliani i Miller zdeprecjonowali rolę zysku i jego podziału jako czynnika decyzji inwestycyjnych. Uczynili to wprawdzie niebezpośrednio, ale wniosek taki wynika z argumentacji, jaką się posługują.

Po pierwsze nie jest przekonujący argument o nieistotności wypłat z zysku. Z analizy M. Gordona i J. Lintnera wynika, że wymagany dochód z akcji wzrasta,

<sup>1</sup> E.F. Brigham: *Podstawy zarządzania finansami*. T. 2. PWE, Warszawa 1966, s. 197; S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan: *Finanse przedsiębiorstw*. Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999, s. 542.

gdy maleją wypłaty z dywidend. Przyczyną jest to, że inwestorzy są mniej pewni zysków kapitałowych niż wypłat z tytułu posiadanych dywidend. Bardziej cenią dochód z oczekiwanych dywidend  $D_1/P_0$  niż dochód wynikający z przyrostu wartości akcji  $g$ , który jest bardziej ryzykowny. Ilustruje to rys. 1.

Oczekiwany dochód z dywidend  $D_1/P_0$  (%)



Rys. 1. Hipoteza Modiglianiego-Millera i Gordona-Lintnera

Źródło: E.F. Brigham: *Podstawy zarządzania finansami*. T. 2. PWE, Warszawa 1996, s. 223.

Oczekiwana całkowita stopa dochodu wyznaczona jest następująco:  $k = D_1/P_0 + g$ . Według krzywej przedstawiającej hipotezę M&M całkowity dochód z akcji  $k$  jest stały i wynosi 13,3% bez względu na dochód z dywidendy. Dlatego wymagana przez inwestorów stopa dochodu z akcji 13,3% jest niezależna od tego, czy pochodzi wyłącznie ze stopy dywidendy (oś pionowa), czy składa się w całości z oczekiwanych zysków kapitałowych (oś pozioma), czy też z kombinacji obu stóp. Dla przeciętnego inwestora jest obojętne, czy owe 13,3% będzie pochodzić np. z 10-procentowej stopy dochodu z dywidendy powiększonej o 3,3% oczekiwanych zysków kapitałowych, czy odwrotnie, tzn. z 3,3% stopy dochodu z dywidendy i 10% zysków kapitałowych. Inną sytuację przedstawia krzywa Gordona-Lintnera. Skoro dywidenda „w rękę” jest mniej ryzykowna niż oczekiwany zysk kapitałowy „na dachu”, to inwestorzy będą wymagać wyższej stopy dochodu w przypadku, gdy w dochodzie  $k$  będzie zwiększał się udział zysków kapitałowych  $g$ . Tak więc przy zerowej stopie dochodu z dywidend inwestorzy będą żądać całkowitej stopy dochodu na poziomie 16%, a nie 13,3%. W konsekwen-

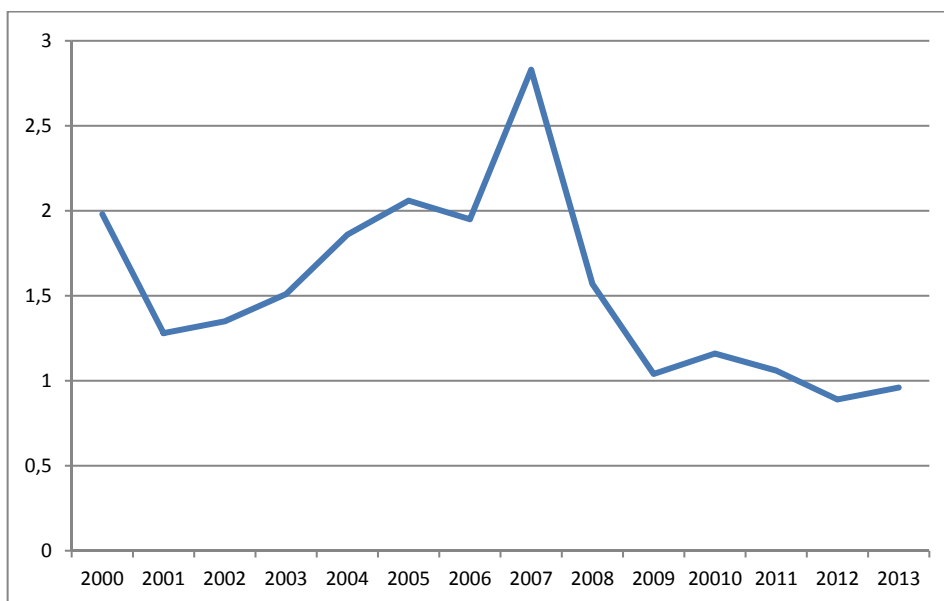
cji wzrośnie koszt kapitału własnego i koszt kapitału całkowitego  $WACC$ . W ten sposób zysk i jego podział staje się istotnym parametrem kształtującym poziom stopy dyskontowej.

Druga uwaga dotyczy wartości kapitału całkowitego, jaka została przyjęta w modelu M&M. Warto podkreślić, że wielkość  $V$  jest wartością rynkową kapitału całkowitego, a nie wartością księgową. Tym samym jest ona tożsama z wartością rynkową przedsiębiorstwa (*market value*), a nie z wartością księgową (*book value*). Z przedstawionej analizy teoretycznej M&M wynika, że zmiana wag struktury kapitałowej  $E/V$  oraz  $D/V$  nie wpływa na wielkość  $WACC$  i tym samym na wartość przedsiębiorstwa. Jednakże konkluzja taka wyprowadzona została przy założeniu, że proporcje między kapitałem własnym i długiem mogą się zmieniać, ale w ramach tej samej wartości przedsiębiorstwa. Inaczej mówiąc, jest to analiza zmian kosztu kapitału całkowitego w warunkach substytucji kapitału własnego kapitałem obcym. Klasycznym przykładem może tu być restrukturyzacja kapitału, polegająca na wyemitowaniu papierów dłużnych i przeznaczeniu pozyskanych w ten sposób środków pieniężnych na wykup części akcji. W praktyce substytucja taka nie jest zjawiskiem powszechnym. Wartość przedsiębiorstwa zmienia się na skutek zmian rynkowych, a nie decyzji zarządczych dotyczących struktury kapitału.

## 2. Wpływ wartości rynkowej na koszt kapitału

Wartość przedsiębiorstwa jest sumą wartości rynkowej kapitału własnego i wartości rynkowej długu. Wiadomo, że wartość rynkowa kapitału własnego jest iloczynem wyemitowanych akcji i ceny akcji na giełdzie. Natomiast wartość długu określona jest w transakcjach rynkowych kupna-sprzedaży pieniądza, a więc z definicji jest to wartość rynkowa. Jeżeli przykładowo jest to pożyczka długoterminowa wynikająca z emisji dłużnych papierów wartościowych, to wartością rynkową długu będzie iloczyn ceny rynkowej i liczby wyemitowanych obligacji. W takiej też wartości zostanie ona zaewidencjonowana w księgach przedsiębiorstwa. Można więc powiedzieć, że wartość rynkowa długu jest tożsama z jego wartością księgową. Inaczej jest w przypadku kapitału własnego, którego wartość rynkowa z reguły jest różna od wartości księgowej.

Wahania wartości rynkowej kapitału własnego są na tyle duże, że założenie o stałej wartości rynkowej przedsiębiorstwa musi budzić poważne zastrzeżenia. Świadczy o tym chociażby relacja wartości rynkowej do wartości księgowej akcji pokazana na rys. 2.



Rys. 2. Relacja wartości rynkowej do wartości księgowej akcji – wartości średnie roczne dla wszystkich spółek notowanych na GPW w Warszawie

Źródło: Dane GPW w Warszawie.

Nawet spółki o ustabilizowanej pozycji rynkowej wykazują dużą fluktuację wartości rynkowej. Przykładowo wskaźnik  $C/WK$  dla spółki KGHM w 2007 roku kształtował się na poziomie 2,49, a rok później tylko 0,55. Na koniec 2012 roku relacja ta wyniosła 1,81. Wartość rynkowa Budimexu była w 2007 roku 4,64 razy wyższa od wartości księgowej, a rok później tylko 2,35 razy. Wskaźnik dla spółki Dębica kształtował się w latach 2006-2008 odpowiednio 1,80, 2,32 i 0,79. Także spółki przynależne do innych sektorów gospodarki, w tym finansowego i handlowego, wykazują duże wahania wartości rynkowej. Jeszcze większe zmiany występują w przypadku przedsiębiorstw spoza głównych indeksów giełdowych, w tym szczególnie notowanych na rynku New Connect. Wpływają na to różne czynniki. Są one wynikiem zarówno podejmowanych decyzji zarządczych w kwestii nowych emisji akcji, fuzji czy też przejęć, ale także są wynikiem „gry giełdowej”. Świadczą o tym zmiany wartości rynkowej przedsiębiorstw o względnie stałej strukturze organizacyjnej, stałej wartości księgowej kapitału własnego i ustabilizowanych wynikach finansowych.

Zmiana wartości rynkowej akcji przekłada się na zmiany w strukturze kapitału całkowitego, a te prowadzą do wzrostu  $WACC$ . Załóżmy, że wartość ryn-

kowa kapitału własnego wzrośnie o  $\Delta E$ . Wówczas udział kapitału własnego w kapitale całkowitym  $E/(E+D)$  wyniesie:

$$\frac{E(1 + \Delta E)}{E(1 + \Delta E) + D}$$

Z kolei udział długu w kapitale całkowitym  $D/(E+D)$  zmniejszy się do:

$$\frac{D}{E(1 + \Delta E) + D}$$

Można to przedstawić na hipotetycznym przykładzie. Dane w tabeli 1 wyrażone są w umownych jednostkach pieniężnych. W okresie bazowym spółka giełdowa posiada aktywa wartości 240 000 sfinansowane w równych częściach kapitałem własnym i kapitałem obcym. Kapitał spółki składa się z 15 000 akcji po 8 j.m. za każdą akcję i długu oprocentowanego. W wariantcie rynkowym natomiast założono wzrost ceny akcji o 50%.

Tabela 1

Struktura kapitału w przedsiębiorstwie

Wariant bazowy	
Kapitał własny składający się z 15000 akcji po cenie emisyjnej 8 j.p.	120 000
Kapitał obcy	120 000
Kapitał całkowity	240 000
Udział kapitału własnego $E/(D+E)$	50%
Udział długu $D/(D+E)$	50%
Wariant rynkowy	
Kapitał własny składający się z 15000 akcji po cenie rynkowej 12 j.p.	180 000
Kapitał obcy	120 000
Kapitał całkowity	300 000
Udział kapitału własnego $E/(D+E)$	60%
Udział długu $D/(D+E)$	40%

Ponieważ w składzie kapitału całkowitego rośnie udział droższego kapitału własnego, to wzrośnie  $WACC$ . Nie wzrosłby on tylko w przypadku, gdyby dotychczasowi akcjonariusze zgodzili się na obniżenie stopy dochody z dywidendy. Jak pokazano na rys. 2, wartość rynkowa kapitału własnego może się znacznie zmieniać, a czynniki tych zmian nie leżą bynajmniej po stronie przedsiębiorstwa. Uprawniona wydaje się więc teza, że w takich sytuacjach struktura kapitałowa nie jest przedmiotem wyboru ze strony przedsiębiorstwa, ale wynikiem sytuacji na rynkach finansowych. Jeżeli tak, to również koszt kapitału oszacowany według formuły  $WACC$  ma w pewnym sensie charakter losowy.

Powszechnie uważa się, że rynek wyprzedzająco reaguje na informacje makro- i mikroekonomiczne. Jeżeli przykładowo inwestorzy pozyskają informacje o pla-

nowanej inwestycji lub produkcji, które mogą w zasadniczy sposób zmienić wizerunek przedsiębiorstwa, to fakt ten wpłynie na wycenę akcji. Pytanie jednak brzmi, jak silnie wpłynie i na jaki czas. W związku z tym pojawia się wątpliwość, czy średni ważony koszt kapitału jest użytecznym narzędziem przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych i czy właściwe jest określanie na tym poziomie stopy dyskontowej. Jeżeli wyraża ona żądaną stopę zwrotu z alokacji kapitału, to ze względu na niestabilność tego parametru może być tylko jednym z wielu czynników decyzyjnych.

### 3. Czynniki kształtujące strukturę kapitału w opinii przedsiębiorstw

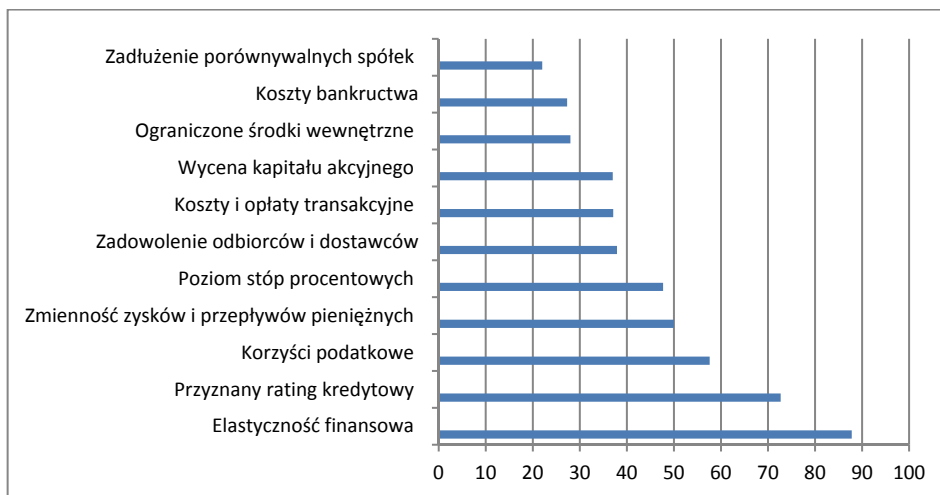
Średni ważony koszt kapitału stał się ważnym elementem teorii finansów również z innego powodu. Ponieważ *WACC* jest stopą dyskontową właściwą dla całkowitych przepływów pieniężnych, to jej minimalna wielkość utożsamiana jest z maksymalną wartością przedsiębiorstwa. W tym sensie tylko jedna struktura kapitału *D/E* jest strukturą optymalną, przy której średni ważony koszt kapitału osiąga minimum. Na tej podstawie uznano, że dążenie do takiej struktury kapitałowej jest priorytetem zarządzania. Jak wykazano w poprzednim punkcie, struktura kapitału i w konsekwencji *WACC* może się zmienić bez względu na działania zarządcze w przedsiębiorstwie. Poza tym wiele badań empirycznych wskazuje na to, że trudno określić koszty tzw. trudności finansowych lub inaczej niepewności finansowej, które pojawiają się w przypadku relatywnego zwiększania długu.

Badania mające na celu identyfikację tych kosztów przeprowadził na próbie polskich przedsiębiorstw A. Manikowski. Pierwszy etap badań obejmował dane spółek notowanych na GPW w Warszawie w okresie 1998-2003. Drugi etap dotyczył lat 2007-2011. W sumie badaniem objęto spółki z następujących sektorów: przemysł, usługi finanse i informatyka. Celem badań było określenie przydatności modeli ilościowych do szacowania kosztów niepewności finansowej, a także rozpoznanie tendencji zmian w kontekście ostatniego kryzysu ekonomicznego. Otrzymane wyniki nie potwierdziły możliwości skwantyfikowania tych kosztów. W wielu przypadkach uzyskano ujemne wartości kosztów niepewności finansowej albo też wyniki były statystycznie nieistotne<sup>2</sup>.

Na uwagę zasługują również wyniki badań opublikowanych w 2002 roku na temat czynników wyboru struktury kapitału w przedsiębiorstwach funkcjonujących

<sup>2</sup> A. Manikowski: *Ryzyko w ocenie projektów gospodarczych – modele i metody analizy*. Difin, Warszawa 2013, s. 201.

na rynku europejskim. Ich celem było zbadanie związku pomiędzy teorią i praktyką w zakresie kształtowania struktury kapitałowej. Ilustracją tych badań jest rys. 3.



Rys. 3. Determinanty wyboru struktury kapitałowej w przedsiębiorstwach europejskich

Źródło: F. Bancel, U.R. Mittoo: *Determinants of Capital Structure Choice. A Survey of European Firms*. SSRN-Working Paper 2002.

Okazuje się, że najważniejszymi przesłankami wyboru struktury kapitału są elastyczność finansowa przedsiębiorstwa oraz ocena zdolności kredytowej spółki. Dopiero na trzecim miejscu są korzyści podatkowe związane z wykorzystaniem długu. Koszty niepewności finansowej, które są ważnym czynnikiem w teorii optymalnej struktury kapitałowej, tu okazały się czynnikiem mało znaczącym. Warto też zwrócić uwagę na czynnik wyceny kapitału własnego (ewentualne przeszacowanie lub niedoszacowanie). Cena rynkowa akcji ma zdecydowanie mniejsze znaczenie dla wyboru struktury kapitału, mimo że wpływa przecież na *WACC*.

Elastyczność finansowa interpretowana jest jako zdolność przystosowania się przedsiębiorstwa do zmiennych warunków rynkowych. Finansowanie za pomocą długu wymaga wypracowania zysku *EBIT* na poziomie wystarczającym do jego obsługi. W przypadku pogorszenia się możliwości zbytu swoich produktów przedsiębiorstwo łatwo może utracić zdolność do regulowania swoich zobowiązań. Dlatego umiarkowane zadłużenie, nawet przy relatywnie wysokich wypłacanych udziałach (dywidendach), daje większe możliwości pozyskania kapitału z zewnątrz. Może to dotyczyć zarówno bieżącego finansowania przedsiębiorstwa, jak i finansowania planowanej inwestycji. Natomiast w warunkach koniunktury gospodarczej i stabilizacji zysków dług nie stwarza ryzyka utraty



płynności. Możliwość wyboru, a nie przymusu korzystania z danego źródła finansowania jest przyczyną wysokiej pozycji elastyczności finansowej w prezentowanym rankingu.

Tabela 2

Podstawowe dane statystyczne przedsiębiorstw\*

Charakterystyka przedsiębiorstwa (dane w mln zł)	$K_A$	$D/E$	$ROS$	$Z_S$	$P_H$
<b>A. PKD: G – Handel hurt. i detal., naprawa poj.</b> Przychody ze sprzedaży: 1000-3000, Aktywa: 1000-3000, Kapitał własny: 500-1000	2,8	1,54	2,01	37,3	4,78
<b>B. PKD: C – Przetwórstwo przemysłowe</b> Przychody ze sprzedaży: 200-500, Aktywa: 1000-3000, Ka- pitał własny: 1000-3000	4,3	0,72	6,55	33,3	1,28
<b>C. PKD: B – Górnictwo i wydobywanie</b> Przychody ze sprzedaży: 1000-3000, Aktywa: 1000-3000, Kapitał własny: 1000-3000	7,7	0,43	17,8	59,0	2,04
<b>D. PKD: C – Przetwórstwo przemysłowe</b> Przychody ze sprzedaży: 500-1000, Aktywa: 500-1000, Ka- pitał własny: 500-1000	3,4	0,41	4,57	68,2	0,76
<b>E. PKD: D – Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i in.</b> Przychody ze sprzedaży: pow. 5000, Aktywa: pow. 5000, Kapitał własny: pow. 5000	5,0	0,30	7,84	30,6	1,59
<b>F. PKD: C – Przetwórstwo przemysłowe</b> Przychody ze sprzedaży: 1000-3000, Aktywa: 1000-3000, Kapitał własny: 500-1000	6,4	0,63	7,15	58,4	0,62
<b>G. PKD: G – Handel hurtowy i detaliczny, naprawa po- jazdów samochodowych</b> Przychody ze sprzedaży: 1000-3000, Aktywa: 1000-3000, Kapitał własny: 500-1000	11,2	0,90	7,43	44,3	2,95
<b>H. PKD: C – Przetwórstwo przemysłowe</b> Przychody ze sprzedaży: 1000-3000, Aktywa: 1000-3000, Kapitał własny: 500-1000	– <sup>a)</sup>	1,12	– <sup>a)</sup>	– <sup>a)</sup>	1,76
<b>J. PKD: F – Budownictwo</b> Przychody ze sprzedaży: 3000-5000, Aktywa: 3000-5000, Kapitał własny: 1000-3000	3,4	1,80	3,14	19,1	1,11
<b>K. PKD: J – Informacja i komunikacja</b> Przychody ze sprzedaży: 1000-3000, Aktywa: 1000-3000, Kapitał własny: 500-1000	14,2 <sup>b)</sup>	1,60 <sup>b)</sup>	12,1 <sup>b)</sup>	38,2 <sup>b)</sup>	2,54 <sup>b)</sup>

\* Wartości średnie roczne z ostatnich trzech lat przed uzyskaniem opinii, rok udostępnienia opinii 2011/2012.

<sup>a)</sup> ujemna wartość wyniku finansowego,

<sup>b)</sup> wartości średnie roczne z ostatnich dwóch lat przed uzyskaniem opinii.

Uzupełnieniem powyższych uwag niech będą badania własne autora, które miały charakter studiów przypadku. Dotyczyły one dziesięciu przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Przedsiębiorstwa zastrzegły sobie anonimowość, dlatego zamiast nazwy własnej (firmy) podane są charakterystyki liczbowe oraz rodzaj prowadzonej działalności we-

dług Polskiej Klasyfikacji Działalności Gospodarczej. Dane przedstawione zostały w tabeli 2. Użyte symbole oznaczają:

$K_A$  – stopa zwrotu z kapitału całkowitego zaangażowanego w przedsiębiorstwie,

$D/E$  – relacja długu całkowitego do kapitału własnego,

$ROS$  – rentowność przychodów ze sprzedaży (produktów, towarów i materiałów),

$Z_S$  – zysk skumulowany, tj. kapitał własny pomniejszony o następujące elementy:  
kapitał zakładowy, agio i ewentualne różnice kursowe,

$P_H$  – pozycja handlowa przedsiębiorstwa wyrażona relacją zobowiązań do należności.

Cztery pierwsze charakterystyki są oczywiste i nie wymagają wyjaśnienia. Pozycja handlowa przedsiębiorstwa ( $P_H$ ) charakteryzuje relacje między przedsiębiorstwem a jego kontrahentami i dlatego utożsamiana jest z zarządzaniem bieżącym. Zarządzanie to koncentruje się na polityce kapitału obrotowego. Ten bowiem obszar działalności jest najbardziej zależny od przedsiębiorstwa. Kapitał obrotowy można monitorować, można nim sterować niezależnie od otoczenia makroekonomicznego<sup>3</sup>. Od skuteczności zarządzania kapitałem obrotowym zależy także płynność finansowa przedsiębiorstwa. Chodzi więc o dostosowanie czasu realizacji zobowiązań do czasu konwersji należności. Parametr  $P_H$ , który jest ilorazem zobowiązań handlowych do należności handlowych, można interpretować dwojako. Po pierwsze wskazuje na pozycję dominującą lub zależną w transakcjach handlowych. Po drugie zawiera informację o tym, czy zysk przedsiębiorstwa jest kategorią kasową, czy też memoriałową.

Wszystkie przedsiębiorstwa z wyjątkiem H i J wskazały na poziom rynkowych stóp procentowych jako przyczynę takiej, a nie innej struktury kapitałowej. W przypadku przedsiębiorstw F i G przyczyna ta uznana została za główną. Można zatem uznać, że jest to wynik dostosowania się do stóp LIBOR i WIBOR, a nie dążenia do docelowej struktury kapitałowej. W przeciwnym razie oznaczałoby to, że docelowa struktura kapitału podąża za stopami procentowymi. Spostrzeżenie to wydaje się uzasadnione także w kontekście wyników finansowych. Przedsiębiorstwa te mają bardzo zróżnicowane wskaźniki  $D/E$ , rentowności  $K_A$  i  $ROS$ , a także mocno zróżnicowaną pozycję handlową  $P_H$ . Całkiem inny jest przypadek przedsiębiorstw H i J, które charakteryzują się relatywnie wysokim udziałem długu. Dla przedsiębiorstwa H najważniejszym czynnikiem struktury kapitału jest chęć posiadania dobrego ratingu kredytowego (waga 70 pkt.), a dla przedsiębiorstwa J wiarygodność w oczach kooperantów (60 pkt.). Biorąc pod uwagę, że wysoki relatywnie dług nie poprawia na ogół ani

<sup>3</sup> N. Havoutis: *Profitability in the Balance. Why Working Capital Management Matters*. AFP, November 2003, s. 35 i nast.

ratingu, ani wiarygodności, to jest to dodatkowy argument za prezentowanym poglądem, że struktura kapitału nie odgrywa takiej roli, jaką przypisuje się jej w teorii finansów.

Tabela 3

Czynniki struktury kapitałowej (przedsiębiorstwa polskie)

Spółka	Chęć posiadania dobrego ratingu kredytowego	Duża wrażliwość zysku i <i>cash flow</i> na wahania rynkowe	Wiarygodność w oczach kooperantów	Struktura kapitału w otoczeniu branżowym	Wahania rynkowej wyceny kapitału własnego	Poziom rynkowych stóp procentowych	Koszty ewentualnej upadłości	Korzyści z zastosowania dźwigni finansowej	Elastyczność finansowania (niski poziom długu oprocentowanego)
A				50		50			
B*									
C			20			30		25	25
D**			10		10	10	20	20	20
E	30		25			20			25
F		30				40		30	
G						70		20	10
H	70		30						
J			60	40					
K**				10		20		30	10

\* Przedsiębiorstwo zakodowane jako B nie wymieniło czynników struktury kapitałowej, co można interpretować, że struktura kapitału ma znaczenie drugorzędne.

\*\* W przypadku przedsiębiorstw D i K wymienione zostały tylko czynniki o największych wagach.

Warto też zwrócić uwagę na dwa inne czynniki struktury kapitału wymienione przez badane przedsiębiorstwa. Są to korzyści z zastosowania dźwigni finansowej oraz elastyczność finansowania. Zgodnie z oczekiwaniami przedsiębiorstwa te charakteryzują się zdecydowanie najwyższymi wskaźnikami rentowności  $R_A$  i  $ROS$ , a także umiarkowanym zadłużeniem. Wskazuje to na pragmatyczne podejście do struktury kapitału. Pewnym zaskoczeniem może być to, że tylko trzy przedsiębiorstwa uznały wyniki branży za ważny czynnik w kształtowaniu struktury kapitału. Duże znaczenie przypisały temu czynnikowi przedsiębiorstwa A i J o najwyższym wskaźniku  $D/E$ .

## Podsumowanie

W zakończeniu warto zwrócić uwagę na procedurę wyceny inwestycji. Okazuje się, że dla wielu przedsiębiorstw średni ważony koszt kapitału w przedsiębiorstwie nie jest podstawowym parametrem określającym wysokość stopy dyskontowej. Częściej wykorzystuje się w tym celu stopę zwrotu z kapitału własnego, koszt kapitału finansującego inwestycję, średnią stopę zwrotu z dotychczasowych inwestycji, czy też rekomendacje analityków finansowych. Skoro *WACC* nie pełni roli wiodącego parametru decyzyjnego, to poszukiwanie optymalnej struktury kapitałowej należy uznać za dyskusyjne. Relacje między długiem i kapitałem własnym są wynikiem bieżącego dostosowania się do warunków rynkowych, a nie zaplanowanym długookresowym procesem.

## Literatura

- Bancel F., Mittoo U.R.: *Determinants of Capital Structure Choice. A Survey of European Firms*. SSRN-Working Paper 2002.
- Brigham E.F.: *Podstawy zarządzania finansami*. PWE, Warszawa 1966.
- Havoutis N.: *Profitability in the Balance. Why Working Capital Management Matters*. AFP, November 2003.
- Manikowski A.: *Ryzyko w ocenie projektów gospodarczych – modele i metody analizy*. Difin, Warszawa 2013.
- Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D.: *Finanse przedsiębiorstw*. Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999.

## DETERMINANTS OF CHOICE OF CAPITAL STRUCTURE

### Summary

The article is a contribution to the discussion of capital structure in the enterprises. I present the idea that capital structure in reality depends on the current changes in the economy. Theoretical models are based on arbitrary assumptions, which makes them very useful tool in the management of the company.