

Wybór źródeł finansowania a optymalna struktura kapitału w przedsiębiorstwie

Aleksandra Duliniec*

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu jest zbadanie, czy decyzje o wyborze źródeł finansowania przedsiębiorstw są zdeterminowane dążeniem do optymalizacji struktury kapitału, czy też raczej struktura kapitału jest wynikiem selekcji źródeł finansowania według innych kryteriów. Przedmiotem analizy są podstawowe determinanty kształtowania struktury finansowania przedsiębiorstw.

Metoda badawcza – Artykuł ma charakter przeglądowy. Na podstawie aktualnego stanu badań nad strukturą kapitału (dorobek teoretyczny i wyniki badań empirycznych opisane w literaturze światowej) zostały wyciągnięte wnioski na temat uwarunkowań decyzji finansowych podejmowanych w przedsiębiorstwach (metoda dedukcyjna). Podstawy teoretyczne analizy tworzą: teoria substytucji, teoria hierarchii, teoria sygnalizacji i teoria wycucia rynku.

Wyniki – Zarządy przedsiębiorstw przy wyborze źródeł finansowania kierują się przede wszystkim aktualną sytuacją firmy i warunkami na rynku finansowym, a nie kryterium optymalizacji wskaźnika dźwigni finansowej. Struktura kapitału przedsiębiorstwa jest skumulowanym wynikiem wcześniejszych decyzji w zakresie selekcji źródeł finansowania. Żadna z teorii struktury kapitału nie wyjaśnia w pełni finansowych decyzji przedsiębiorstw. Do najważniejszych determinantów tych decyzji należy zaliczyć: rentowność przedsiębiorstwa, jego wielkość, potencjał wzrostu, materialność aktywów, oczekiwaną inflację oraz przeciętny poziom wskaźnika dźwigni finansowej dla branży.

Oryginalność – Istotny przyczynek do stosunkowo rzadko poruszanej w polskiej literaturze przedmiotu problematyki wzajemnych relacji teorii struktury kapitału oraz praktyki w zakresie kształtowania struktury finansowania w przedsiębiorstwach.

Słowa kluczowe: źródła finansowania, wskaźnik dźwigni finansowej, optymalna struktura kapitału, teoria substytucji, teoria hierarchii

Wprowadzenie

Prowadzenie działalności przez przedsiębiorstwo wymaga pozyskiwania źródeł finansowania odpowiadających jego potrzebom operacyjnym i inwestycyjnym. Do zapewnienia płynności finansowej oraz ciągłości działania konieczne jest pozyskanie odpowiednich do potrzeb źródeł finansowania w ujęciu wartościowym i czasowym. Wszystkie planowane wydatki powinny mieć pokrycie w planowanych wpływach środków pieniężnych. Potrzeby finansowe mogą być zaspokajane z różnych źródeł: wewnętrznych lub zewnętrznych; mogą być finansowane kapitałem własnym lub zaciągany przez przedsiębiorstwo zobowiązaniami. Każde ze źródeł finansowania charakteryzują nieco inne warunki pozyskania

* prof. dr hab. Aleksandra Duliniec, Katedra Rynków Kapitałowych, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, ul. Madalińskiego 6/8, 02-513 Warszawa, e-mail: almad@sgh.waw.pl.

środków, koszty finansowania; inne mogą być też konsekwencje wykorzystania poszczególnych źródeł (poziom ryzyka niewypłacalności, relacje z dawcami finansowania, wpływ na kształtowanie się wartości przedsiębiorstwa itp.). Z dostępnych dla danego przedsiębiorstwa źródeł finansowania zarządzający starają się wybrać te, które w danych warunkach są dla nich najkorzystniejsze. Czynnikiem, które podejmujący decyzje biorą pod uwagę jest bardzo wiele, różne są też stosowane przez zarządzających kryteria wyboru.

Uwarunkowania decyzji finansowych przedsiębiorstw są przedmiotem wielu analiz i badań empirycznych. Efekty tych badań są podstawą formułowania teorii dotyczących struktury kapitału. Celem artykułu jest próba udzielenia odpowiedzi na pytanie, czy decyzje w zakresie wyboru źródeł finansowania przedsiębiorstw są zdeterminowane dążeniem do optymalizacji struktury kapitału, czy też kształtowanie się struktury kapitału jest wynikiem korzystania przez przedsiębiorstwa z różnych źródeł finansowania, wybieranych na podstawie innych kryteriów niż kryterium optymalizacji struktury kapitału. Zostanie zastosowana metoda dedukcyjna, polegająca na wyciąganiu nowych wniosków z istniejących teorii struktury finansowania przedsiębiorstw oraz zastanego stanu wiedzy na ten temat, faktów, przesłanek i twierdzeń opisanych w literaturze przedmiotu.

Istnieje szereg nurtów teoretycznych w zakresie struktury kapitału i ich klasyfikacji¹. Teorie struktury kapitału nawiązują bezpośrednio do teorii asymetrii informacji i teorii agencji, ale także do kwestii podatkowych, kosztów bankructwa i do wielu innych czynników, które wpływają na decyzje finansowe podejmowane w przedsiębiorstwach. Można wyróżnić (Miglo 2011) cztery podstawowe teorie w tym zakresie:

- teoria substytucji (*trade-off theory*),
- teoria hierarchii (*pecking order theory*),
- teoria sygnalizacji (*signaling theory*) oraz
- teoria wyczucia rynku (*market timing theory*).

Biorąc pod uwagę postawiony wyżej problem badawczy: czy przedsiębiorstwa optymalizują strukturę kapitału, czy też przy wyborze źródeł finansowania kierują się różnymi czynnikami, nie nawiązując do modelu optymalizacji w tym zakresie, uzasadnione wydaje się dokonanie analizy porównawczej dwóch zasadniczych nurtów w teorii struktury kapitału, a mianowicie:

1. Optymalizacyjnej teorii substytucji.
2. Teorii hierarchii źródeł finansowania w powiązaniu z teorią sygnalizacji oraz teorią wyczucia rynku (czyli tzw. zmodyfikowanej teorii hierarchii).

Na podstawie tych dwóch, konkurujących ze sobą podejść, można analizować zmiany zachodzące w strukturze kapitału przedsiębiorstw. Teorie struktury kapitału są stale modyfikowane (Agarwal 2013) tak, aby uwzględniały wpływ na decyzje przedsiębiorstwa

¹ Szczegółowych klasyfikacji teorii struktury kapitału jest wiele, często przywoływane w literaturze przedmiotu są zawarte m.in. w: Barclay, Smith (1999) oraz Harris, Raviv (1991). Na ich podstawie można wyróżnić trzy podstawowe nurty: podatkowy, kosztów agencyjnych i kosztów informacyjnych.

w zakresie wyboru źródeł finansowania coraz to szerszego zbioru czynników. Znaczenie tych czynników potwierdzają prowadzone badania empiryczne.

1. Optymalizacyjna teoria struktury kapitału

Statyczna teoria substytucji (*static trade-off theory of capital structure*) zakłada, że w analizowanym okresie optymalna struktura kapitału w przedsiębiorstwie wynika ze zbilansowania odsetkowych korzyści podatkowych z kosztami trudności finansowych (tj. bezpośrednimi i pośrednimi kosztami bankructwa) wraz z kosztami agencyjnymi związanymi z kapitałem własnym i kapitałem obcym². Optymalna struktura kapitału zapewnia maksymalną wartość rynkową przedsiębiorstwa i jednocześnie minimalny średni ważony koszt kapitału (*WACC*). W teorii substytucji jest wyznaczany optymalny poziom wskaźnika dźwigni finansowej, czyli relacji kapitału obcego, tj. zobowiązań obciążonych oprocentowaniem, do kapitału własnego, przy czym nie jest istotne, jakie są źródła kapitału własnego – wewnętrzne czy zewnętrzne.

Nie ma jednej, stałej, optymalnej struktury kapitału dla danego przedsiębiorstwa, ponieważ zmiany w sytuacji finansowej przedsiębiorstwa i w otoczeniu rynkowym, w którym ono działa powodują, że zmienia się bilans korzyści i kosztów związanych z zadłużeniem przedsiębiorstwa. Statyczny model teorii substytucji wymagał więc zdynamizowania (Learry, Roberts 2005). Zgodnie z dynamicznym modelem teorii substytucji, ważnym determinantem decyzji przedsiębiorstwa w zakresie pozyskiwania kapitału jest dążenie do osiągnięcia tzw. docelowej (*target*) struktury kapitału, która ze względu na zmiany warunków działania podlega częstym modyfikacjom.

Przedsiębiorstwo szuka kompromisu między maksymalizacją korzyści podatkowych a minimalizacją kosztów trudności finansowych. W praktyce jednak dokładne oszacowanie korzyści i kosztów związanych ze strukturą kapitału w danym przedsiębiorstwie jest bardzo trudne, w szczególności odnośnie do pośrednich kosztów bankructwa oraz kosztów agencyjnych. Niektóre pozycje tych kosztów są zrozumiałe dla teoretyków, lecz słabo lub wcale dla praktyków (m.in. niektóre aspekty kształtowania struktury kapitału wynikające z teorii agencji). Optymalizacja struktury kapitału w przedsiębiorstwie wymaga nie tylko kalkulacji korzyści i kosztów związanych z zadłużeniem, ale także badania wpływu zmian w strukturze kapitału na wartość przedsiębiorstwa i średni ważony koszt kapitału (jako kryteriów optymalizacji). Tylko dla spółek giełdowych wartość przedsiębiorstwa jest na bieżąco weryfikowana przez rynek, ale na zmiany notowań akcji tych spółek ma wpływ wiele czynników, nie tylko zmiany struktury kapitału. W pozostałych przedsiębiorstwach ocena, na ile spadek lub wzrost wskaźnika dźwigni finansowej znajduje odzwierciedlenie

² Teoria ta jest twórczym rozwinięciem przełomowych prac Modiglianiego i Millera (1958, 1963), które dały początek współczesnej teorii struktury kapitału. Teoria trade-off została po raz pierwszy zaprezentowana przez Krausa i Litzenbergera (1973), a następnie modyfikowana m.in. przez Jensena i Mecklinga (1976), Myersa (1977, 1984), Haugena i Senbeta (1978) i in.

w zmianach wartości przedsiębiorstwa, wymagałaby podejmowania każdorazowo procedury wyceny. Również kształtowanie się średniego ważonego kosztu kapitału (*WACC*) nie jest w większości przedsiębiorstw przedmiotem systematycznych analiz³, stąd trudno selekcjonować źródła finansowania mając na uwadze przede wszystkim minimalizację tego kosztu.

Zarządzający przedsiębiorstwem przy wyborze źródeł finansowania działalności operacyjnej i inwestycyjnej najczęściej nie kierują się zatem kryterium optymalizacji, nie mają też zazwyczaj precyzyjnie zdefiniowanej własnej docelowej struktury kapitału. Obserwuje się jednak, że przedsiębiorstwa dostosowują swoją strukturę kapitału do mediany wskaźnika zadłużenia dla branży, w której prowadzą działalność (Hovakimian i in. 2001). Traktują tę wartość jako swego rodzaju wskaźnik docelowy.

Jak się wydaje, wnioski z teorii substytucji nie przekładają się bezpośrednio na kryteria decyzyjne przedsiębiorstw, jednakże warto dostrzec istotny wpływ tego nurtu teoretycznego na zakres badań empirycznych dotyczących czynników, które pośrednio wpływają na bilans korzyści i kosztów związanych z zadłużeniem przedsiębiorstwa. Analiza korzyści podatkowych oraz ryzyka i kosztów bankructwa obejmuje wyciągnięcie wniosków, co decyduje, że w jednych przedsiębiorstwach są one niższe, a w innych wyższe. Do tych determinantów należą przede wszystkim czynniki charakteryzujące przedsiębiorstwo i jego działalność: rentowność, potencjał wzrostu, ryzyko prowadzonej działalności (zmiennosc wyników operacyjnych), struktura aktywów w podziale na aktywa materialne i niematerialne, wielkość przedsiębiorstwa. Są to niewątpliwie ważne determinanty kształtowania się struktury kapitału w przedsiębiorstwie, choć ich znaczenie nie wynika bezpośrednio z dążenia przedsiębiorstw do optymalizacji wskaźnika dźwigni finansowej. Wpływ na kształtowanie się korzyści podatkowych i kosztów bankructwa mają także czynniki charakteryzujące warunki, w jakich przedsiębiorstwa prowadzą swoją działalność takie, jak: wysokość i struktura stawek podatku dochodowego, oczekiwana inflacja, poziom rozwoju sektora bankowego i rynku kapitałowego, a także koniunktura gospodarcza (tempo wzrostu gospodarczego).

Analizując decyzje finansowe przedsiębiorstw nie można pominąć bardzo ważnego czynnika, wpływającego na kształtowanie się wskaźnika zadłużenia. Jest nim dążenie zarządzających przedsiębiorstwem do zachowania elastyczności finansowej (*financial slack*). Elastyczność ta oznacza, że przedsiębiorstwo dysponuje źródłami finansowania, z których może skorzystać niemal natychmiast, gdy tylko pojawią się potrzeby finansowe. Takimi źródłami, które pozwalają utrzymać elastyczność finansową, są zgromadzone nadwyżki środków pieniężnych (lub ich ekwiwalentów w postaci krótkoterminowych aktywów finansowych) oraz tzw. niewykorzystana zdolność do zaciągania i obsługi długu (*spare debt capacity*) przy zachowaniu dotychczasowego ratingu kredytowego. Wskaźnik zadłużenia

³ Na przykład w polskich przedsiębiorstwach, jak wynika z przeprowadzonych w 2010 roku badań empirycznych, tylko około 10% spośród ponad 300 ankietowanych firm potwierdziło, że informacja o kształtowaniu się średniego ważonego kosztu kapitału w danym przedsiębiorstwie jest wykorzystywana w procesie podejmowania decyzji finansowych (Duliniec 2011).

przedsiębiorstwa jest w takiej sytuacji utrzymywany poniżej poziomu „optymalnego”. Przedsiębiorstwo jest zdolne do wykorzystania tych „elastycznych zasobów” do finansowania pojawiających się możliwości rozwojowych – nowych projektów, których realizacja wymaga szybkich decyzji i dostępu do finansowania w bardzo krótkim czasie (Graham, Harley 2001).

2. Preferencje w wyborze źródeł finansowania przedsiębiorstwa

Zupełnie odmienne jest podejście do kryteriów podejmowania decyzji w zakresie kształtowania struktury finansowania opisane w teorii hierarchii źródeł finansowania (*pecking order theory*)⁴. W teorii tej są przedstawione preferencje przedsiębiorstw w zakresie korzystania ze źródeł finansowania. Preferencje te układają się następująco: najpierw źródła wewnętrzne, a następnie źródła zewnętrzne; w ramach źródeł zewnętrznych – najpierw kapitał obcy (dług), a w ostatniej kolejności kapitał własny. W teorii tej nie ma zdefiniowanej docelowej struktury kapitału. To wybór konkretnych źródeł finansowania ma decydujący wpływ na kształtowanie się struktury kapitału.

Teoria hierarchii źródeł finansowania jest oparta na stwierdzeniu asymetrii informacji pomiędzy zarządem przedsiębiorstwa a zewnętrznymi inwestorami i wskazuje, że przedsiębiorstwa unikają tych źródeł finansowania, które powodują powstanie tzw. kosztów informacyjnych, rozumianych jako negatywny wpływ danej decyzji finansowej na wartość rynkową przedsiębiorstwa. Teoria asymetrii informacji jest łącznikiem pomiędzy teorią hierarchii a teorią sygnalizacji⁵ (Ross 1977), która skupia się na wyjaśnieniu negatywnej lub pozytywnej reakcji rynku kapitałowego na decyzje przedsiębiorstw w sprawie emisji różnych papierów wartościowych: dłużnych, udziałowych i hybrydowych; w związku z tym stanowi rozszerzenie analizy zawartej w teorii hierarchii źródeł finansowania.

Kolejność korzystania („dziobania” – *pecking order*) przez przedsiębiorstwo z dostępnych źródeł finansowania jest według tej teorii następująca:

1. W pierwszej kolejności preferowane są wewnętrzne źródła finansowania: zyski zatrzymane (wewnętrzne źródło kapitału własnego) oraz nadwyżki środków pieniężnych i krótkoterminowych aktywów finansowych (*marketable securities*).
2. Po wyczerpaniu się wewnętrznych źródeł finansowania przedsiębiorstwa sięgają do źródeł zewnętrznych; w pierwszej kolejności emitują papiery dłużne, następnie hybrydowe, a w ostatniej kolejności – papiery udziałowe (akcje).

⁴ Kolejność korzystania przedsiębiorstwa z poszczególnych źródeł finansowania po raz pierwszy przedstawił Donaldson (1961), została ona potwierdzona przez Myersa i Majlufa (1984), zaś pełną teorię hierarchii sformułował Myers (1984).

⁵ Według Rossa emisja akcji jest dla uczestników rynku kapitałowego impulsem negatywnym, sygnalizującym słabe perspektywy rozwoju spółki, zaś emisja papierów dłużnych jest sygnałem pozytywnym, wskazującym, że przyszłe przepływy pieniężne spółki będą wysokie, a perspektywy rozwoju spółki są bardzo obiecujące.

Istotne znaczenie dla określenia wewnętrznych źródeł kapitału własnego (zysk zatrzymany) mają zasady podziału wypracowywanego przez przedsiębiorstwo zysku. Z teorii hierarchii i teorii sygnalizacji wynika, że przedsiębiorstwa nie powinny gwałtownie zmieniać stosowanej dotychczas polityki w tym zakresie (jeżeli zmiany są konieczne, powinny one następować stopniowo). Chodzi bowiem o to, że chęć reinwestowania jak największej części wypracowanego zysku nie może odbywać się kosztem znacznego spadku wypłacanych do tej pory i oczekiwanych przez inwestorów dywidend. Spotkałoby się to z negatywną reakcją rynku. Oprócz omówionych już wyżej kosztów informacyjnych, na taki układ preferencji mają też wpływ koszty związane z przygotowaniem emisji papierów wartościowych (w przypadku akcji koszty emisyjne są dość wysokie).

W teorii hierarchii źródeł finansowania niezwykle ważny jest podział źródeł kapitału własnego na wewnętrzne i zewnętrzne. Zysk zatrzymany jako źródło wewnętrzne jest na pierwszym miejscu w hierarchii, zaś emisja akcji, czyli źródło zewnętrzne kapitału własnego, jest na miejscu ostatnim. Nie ma to jednak wpływu na wskaźnik dźwigni finansowej; w obu przypadkach relacja kapitału obcego do kapitału własnego maleje.

Preferencje przedsiębiorstw w korzystaniu ze źródeł finansowania sugerowane przez teorię hierarchii są w praktyce niejednokrotnie modyfikowane pod wpływem innych czynników, takich, jak przede wszystkim sytuacja na rynku kapitałowym i aktualna wycena rynkowa spółki. Zarządzający dostosowują decyzję o emisji akcji do warunków rynkowych, a nie tylko do potrzeb finansowych i dostępnych wewnętrznych źródeł finansowania. Obserwacje decyzji przedsiębiorstw w tym zakresie doprowadziły do wypracowania teorii wycucia rynku (*market timing theory*). Baker i Wurgler (2002) w swoich badaniach potwierdzili, że decyzja o emisji akcji zależy od relacji wartości rynkowej do wartości księgowej spółki (*market-to-book ratio*). Spółki są tym bardziej zainteresowane emisją nowych akcji, im wyższe są bieżące notowania rynkowe ich akcji w porównaniu z wartością księgową oraz wcześniejszą wyceną rynkową. Z kolei, gdy bieżąca wycena rynkowa jest niska, spółki podejmują często decyzje o wykupie własnych akcji. Nie ma zgodności co do tego, czy decyzje spółek w zakresie emisji lub wykupu akcji, podejmowane pod wpływem bieżącej sytuacji na rynku, mają jedynie krótkookresowy wpływ na strukturę kapitału (Alti 2006), czy też skumulowane efekty tych decyzji determinują strukturę kapitału w dłuższym okresie (Baker, Wurgler 2002). Decyzje dotyczące wyboru źródeł finansowania zgodnie z „wycuciem rynku” niewątpliwie nie wynikają z dążenia przedsiębiorstw do optymalizacji struktury kapitału; nie są też w wielu przypadkach zgodne z tradycyjną teorią hierarchii źródeł finansowania.

3. Teorie struktury kapitału a praktyka przedsiębiorstw

Podstawowe teorie struktury finansowania przedsiębiorstw były tworzone w różny sposób. Jedne wynikały z wnikliwej analizy rzeczywistości gospodarczej i były uogólnieniem

wyników badań empirycznych. Inne stanowiły konstrukcje teoretyczne, które następnie podlegały weryfikacji empirycznej.

Punktem wyjścia do wypracowania teorii substytucji był czysto teoretyczny model sformułowany przy bardzo restrykcyjnych założeniach. Chodzi o model Modiglianiego i Millera (1958) o nieistotności struktury kapitału, przy założeniu m.in. braku podatków i niewystępowaniu ryzyka niewypłacalności, bardzo odbiegających od warunków, w jakich działają przedsiębiorstwa. Uchylenie restrykcyjnych założeń oraz wprowadzanie do analizy takich elementów, jak tarcza podatkowa oraz ryzyko i koszty bankructwa doprowadziło do sformułowania optymalizacyjnej teorii substytucji. Prowadzone badania empiryczne są ukierunkowane na weryfikację istotności determinantów struktury kapitału (rentowności, materialności aktywów, wielkości przedsiębiorstwa, ryzyka operacyjnego i in.)⁶. Badany jest wpływ (kierunek i siła) tych czynników na wskaźnik dźwigni finansowej. Zależy od nich w dużej mierze kształtowanie się odsetkowych korzyści podatkowych oraz pośrednich i bezpośrednich kosztów bankructwa wraz z kosztami agencyjnymi. Zrównoważenie wspomnianych korzyści i kosztów wyznacza optymalną strukturę kapitału.

W procesie podejmowania decyzji zarządzający nie prowadzą rachunku optymalizacyjnego, polegającego na szukaniu kompromisu pomiędzy korzyściami i kosztami związanymi ze strukturą kapitału.

Z kolei punktem wyjścia do wypracowania teorii hierarchii były badania empiryczne, polegające na wieloletnich obserwacjach zachowań przedsiębiorstw z różnych branż, notowanych na różnych rynkach kapitałowych. Badano, jakie źródła finansowania i w jakich warunkach rynkowych przedsiębiorstwa wybierają w pierwszej kolejności oraz co decyduje o tych preferencjach. Zainteresowanie badaczy koncentrowało się także na ocenie, jak decyzje spółek giełdowych o emisji różnych papierów wartościowych wpływają na notowania rynkowe ich akcji. Kolejność korzystania przez przedsiębiorstwa z poszczególnych źródeł finansowania opisana w teorii hierarchii i teorii sygnalizacji jest syntezą wyników badań empirycznych. Pojawiające się nowe wyniki badań przyczyniają się do wprowadzania modyfikacji w hierarchii źródeł finansowania (dotyczy to przede wszystkim wniosków z teorii wycucia rynku).

Nie ma przekonujących dowodów o wyższości jednej teorii nad drugą, tj. potwierdzenia, która teoria lepiej opisuje proces podejmowania decyzji w zakresie kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwach. Zarówno praktycy, jak i teoretycy wciąż oczekują stworzenia jednej teorii struktury kapitału, która łączyłaby najistotniejsze elementy różnych nurtów teoretycznych w tym zakresie. Szanse na stworzenie jednolitej teorii nie wydają się bliskie realizacji. Niewątpliwie trudno byłoby pogodzić wszystkie dość rozbieżne podejścia, przy braku jednoznacznych wyników badań empirycznych. Fama i French (2005)

⁶ Światowa literatura przedmiotu zawiera bardzo liczne publikacje prezentujące wyniki takich badań empirycznych; trudno je wszystkie przytoczyć. Warto przy tym zwrócić uwagę, że wnioski wynikające z prowadzonych badań nie zawsze są ze sobą zbieżne. Interesujące podsumowanie wybranych wyników badań determinantów struktury kapitału znajduje się m.in. w: Bessler, Drobetz, Kazemih (2011).

uważają, że trzeba korzystać ze wszystkich dostępnych nurtów teoretycznych, wybierając te elementy, które pomagają najlepiej wyjaśnić różne aspekty decyzji przedsiębiorstw w zakresie struktury finansowania.

Ciekawe wnioski z konfrontacji teorii struktury kapitału oraz praktyki w tym zakresie przedstawili kilka lat temu Frank i Goyal (2009). Wybrali sześć – ich zdaniem głównych – determinantów struktury kapitału (większość z nich była i jest przedmiotem badań prowadzonych w tym zakresie w różnych krajach) i po weryfikacji hipotez badawczych sformułowali wnioski dotyczące kierunku oddziaływania poszczególnych czynników na poziom dźwigni finansowej. Ponadto powiązali oni wyniki swoich badań z wybranymi nurtami w teorii struktury kapitału. Determinanty te są związane zarówno z sytuacją przedsiębiorstw, jak i warunkami, w jakich one funkcjonują. Wnioski te są przedstawione poniżej z komentarzem nawiązującym do wcześniejszych rozważań.

Po pierwsze, przedsiębiorstwa rentowne, osiągające wysokie wskaźniki zyskowności, mają zazwyczaj niższe wskaźniki dźwigni finansowej. Jest to zgodne z teorią hierarchii, przedsiębiorstwa te bowiem mają większe możliwości finansowania rozwoju z wewnętrznych źródeł finansowania (zysk zatrzymany), w związku z czym potrzebują mniej kapitału obcego.

Po drugie, duże przedsiębiorstwa mają wyższe wskaźniki zadłużenia. Są to zazwyczaj firmy zdewersyfikowane, gdzie jest niższe ryzyko utraty płynności; zmniejsza to koszty trudności finansowych i pozwala na większe zadłużenie. Jest to zgodne z teorią substytucji.

Po trzecie, przedsiębiorstwa ze znacznymi zasobami aktywów materialnych mają wyższe wskaźniki dźwigni finansowej. Aktywa tego rodzaju redukują w istotny sposób bezpośrednie koszty bankructwa, co ma sprzyjać większemu zadłużeniu. Jest to także wniosek spójny z teorią substytucji.

Po czwarte, przedsiębiorstwa mające znaczny potencjał wzrostu (duże możliwości rozwojowe) starają się utrzymywać niższe zadłużenie. Jest to z jednej strony zgodne z teorią substytucji – realizacja możliwości rozwojowych wiąże się zazwyczaj z większym ryzykiem i oczekiwanymi kosztami trudności finansowych, co wpływa na ograniczanie zadłużenia. Z drugiej strony, duży potencjał rozwojowy bardzo często znajduje odzwierciedlenie we wzroście wskaźnika wartości rynkowej do wartości księgowej, co zgodnie z teorią wycucia rynku sprzyja korzystaniu z zewnętrznych źródeł kapitału własnego (emisja akcji), a nie z kapitału obcego.

Po piąte, wysoki oczekiwany wskaźnik inflacji zachęca przedsiębiorstwa do zwiększania zadłużenia. Wraz ze wzrostem inflacji maleje realna wartość zadłużenia, co zachęca do kolejnych emisji papierów dłużnych (teoria hierarchii w połączeniu z teorią wycucia rynku), jednocześnie zwiększa się realna wartość tarczy podatkowej, co pozwala zbilansować większe koszty bankructwa wynikające z wyższego poziomu zadłużenia (teoria substytucji).

Po szóste wreszcie, przedsiębiorstwa należące do branży, w której mediana wskaźnika dźwigni finansowej jest wyższa, mają zazwyczaj większy udział zadłużenia w finansowaniu

aktywów. Przeciętny wskaźnik dla branży wyznacza swego rodzaju docelową strukturę kapitału. Jest to zgodne z wnioskami wynikającymi z teorii substytucji.

Uwagi końcowe

Z analizy literatury dotyczącej różnych nurtów w teorii struktury kapitału oraz rezultatów prowadzonych na świecie badań empirycznych mających na celu weryfikację praktyczną prezentowanych teorii wynika, że nie ma w pełni jednoznacznych wniosków określających, czym kierują się przedsiębiorstwa podejmując decyzje w zakresie wyboru źródeł finansowania. Żadna z opisanych wyżej teorii nie dostarcza jednoznacznej odpowiedzi na to pytanie.

Wydaje się, że zarządy przedsiębiorstw w swych wyborach źródeł finansowania kierują się przede wszystkim bieżącą sytuacją własnej firmy i warunkami na rynku finansowym, a nie zasadą optymalizacji struktury kapitału, zakładającą porównanie korzyści podatkowych i kosztów trudności finansowych związanych z zadłużeniem.

Aktualna struktura kapitału wynika ze skumulowanych efektów wcześniejszych wyborów źródeł finansowania: wewnętrznych lub zewnętrznych (w tym kapitału obcego lub własnego). Jest to zbieżne z nurtem teoretycznym obejmującym teorię hierarchii źródeł finansowania, teorię sygnalizacji i teorię wycucia rynku. Warto przy tym zauważyć, że teorie te dobrze wyjaśniają przede wszystkim decyzje spółek notowanych na rynku giełdowym, gdyż właśnie w ich przypadku bieżąca wycena rynkowa akcji i zachowania inwestorów na rynku kapitałowym mają istotny wpływ na wybór źródeł finansowania.

Literatura

- Agarwal Y. (2013), *Capital Structure Decisions. Evaluating Risk and Uncertainty*, John Wiley & Sons Singapore.
- Alti A. (2006), *How Persistent Is the Impact of Market Timing on Capital Structure?*, „Journal of Finance” vol. 61, no. 4, s. 1681–1710.
- Backer M., Wurgler J. (2002), *Market Timing and Capital Structure*, „Journal of Finance” vol. 57, no. 1, s. 1–32.
- Barclay M.J., Smith C.W. (1999), *The Capital Structure Puzzle: Another Look at the Evidence*, „Journal of Applied Corporate Finance” vol. 12, no. 1, s. 8–20.
- Bessler W., Drobetz W., Kazemih R. (2011), *Factors Affecting Capital Structure Decisions*, w: *Capital Structure and Corporate Financing Decisions. Theory, Evidence and Practice*, red. H.K. Baker, G.S. Martin, John Wiley & Sons, s. 17–40.
- Donaldson G. (1961), *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determinants of Corporate Debt Capacity*, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration, Boston.
- Duliniec A. (2011), *The Cost of Capital from the Polish Companies' Perspective*, „Transformations in Business & Economics”, vol. 10, no. 2A, s. 412–420.
- Fama E.F., French K.R. (2005), *Financing Decisions: Who Issues Stock?*, „Journal of Financial Economics” vol. 76, no. 3, s. 549–582.
- Frank M.Z., Goyal V.K. (2009), *Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?*, „Financial Management” vol. 38, no. 1, s. 217–248.
- Graham J.R., Harvey C.R. (2001), *The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field*, „Journal of Financial Economics” vol. 60, no. 2–3, s. 187–243.
- Harris M., Raviv A. (1991), *The Theory of Capital Structure*, „Journal of Finance” vol. 46, no. 1, s. 297–355.

- Haugen R.A., Senbet L.W. (1978), *The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure*, „Journal of Finance” vol. 33, no. 2, s. 383–393.
- Hovakimian A., Opler T., Titman S. (2001), *The Debt-Equity Choice*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” vol. 36, no. 1, s. 1–24.
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), *The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” vol. 3, no. 4, s. 305–360.
- Kraus A., Litzenberger R.H. (1973), *A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage*, „Journal of Finance” vol. 28, no. 4 s. 911–922.
- Leary M.T., Roberts M.R. (2005), *Do Firms Rebalance Their Capital Structure?*, „Journal of Finance” vol. 60, no. 6, s. 2575–2619.
- Miglo A. (2011), *Trade-Off, Pecking Order, Signaling, and Market Timing Models, w: Capital Structure and Corporate Financing Decisions. Theory, Evidence, and Practice*, red. H.K. Baker, G.S. Martin, John Wiley & Sons, s. 171–189.
- Modigliani F., Miller M.H. (1958), *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, „American Economic Review” vol. 48, no. 3, s. 261–297.
- Modigliani F., Miller M.H. (1963), *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, „American Economic Review” vol. 53, no. 3, s. 433–443.
- Myers S.C. (1977), *Determinants of Corporate Borrowing*, „Journal of Financial Economics” vol. 5, no. 2, s. 147–175.
- Myers S.C. (1984), *The Capital Structure Puzzle*, „Journal of Finance, vol. 39, no. 3, s. 575–592.
- Myers, S.C., Majluf N.S. (1984), *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*, „Journal of Financial Economics” vol. 13, no. 2, s. 187–222.
- Ross S.A. (1977), *The Determination of Financial Structure. The Incentive-Signaling Approach*, „Bell Journal of Economics” vol. 8, no. 1, s. 23–40.

SELECTION OF FINANCING SOURCES AND OPTIMAL CAPITAL STRUCTURE

Abstract: *Purpose* – The paper surveys the determinants of capital structure and examines the problem: are companies searching for optimal capital structure or their selection of sources of financing is based on different criteria?

Approach – On the basis of the review of theoretical and empirical research new conclusions concerning determinants of corporate financial decisions are drawn. Main theoretical background for such deliberations consists of: trade-off theory, pecking order theory, signaling theory and market timing theory.

Findings – Current company’s performance and market conditions have the main influence on financing choices instead of the search for optimal capital structure. Current capital structure is a cumulative result of previous decisions on sources of financing. None of the capital structure theories fully describes financing structure decision making. The main determinants of these decisions are: profitability, company size, growth opportunities, tangibility of assets, expected inflation rate and industry median financial leverage ratio.

Value – The paper constitutes a substantial contribution to the discussion (rarely found in Polish publications) on relationship between theory and practice in the area of corporate capital structure decision making.

Keywords: sources of financing, financial leverage ratio, optimal capital structure, trade-off theory, pecking order theory

Cytowanie

- Duliniec A. (2015), *Wybór źródeł finansowania a optymalna struktura kapitału w przedsiębiorstwie*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 855, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 74, t. 2, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 73–82; www.wneiz.pl/frfu.