

**Gabriela Łukasik, Daniel Naczyński**

Katedra Finansów  
Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

## **Rola struktury kapitału w kształtowaniu wartości przedsiębiorstwa (elementy teorii, doświadczenia praktyki)**

### **Wstęp**

Struktura kapitału stanowi podstawowy problem funkcjonowania współczesnego przedsiębiorstwa. Prawidłowy wybór źródeł finansowania i efektywne wykorzystanie pozyskanego kapitału to główne decyzje uczestników rynku finansowego. Wymagają one rozpatrzenia w powiązaniu m.in. z: rozwojem teorii rynku kapitałowego, problemami ryzyka, wyceny rynkowej przedsiębiorstwa czy też podstawami inwestowania. Ważna jest ocena, w jakim stopniu zmiany struktury kapitału wpływają na wybory inwestorów, a tym samym decydują o kształtowaniu się wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Celem artykułu jest próba oceny wpływu struktury kapitału na wartość rynkową przedsiębiorstw notowanych na polskim rynku kapitałowym. W artykule uwzględniono podstawowe elementy teorii struktury kapitału z wyróżnieniem problemów decyzyjnych oraz ryzyka struktury kapitału.

### **Struktura kapitału jako problem decyzyjny**

Wybór struktury kapitału jest głównym problemem decyzyjnym każdego przedsiębiorstwa. W rozważaniach dotyczących struktury kapitału, szeroko prezentowanych w literaturze, rozpatruje się wiele zagadnień związanych z ryzykiem finansowym, oceną kosztu kapitału, rozwiązaniami podatkowymi, cechami współczesnych rynków finansowych, występującymi na nich konfliktami interesów i asymetrią informacji. W rozważaniach wyróżnia się nie tylko czynniki

warunkujące wybory przedsiębiorstwa, ale i związek struktury kapitału z wartością, w rozumieniu zarówno wartości rynkowej, jak i ekonomicznej.

W ciągu ostatnich kilkudziesięciu lat problem kształtowania się struktury kapitału przedsiębiorstwa był przedmiotem licznych rozważań teoretycznych i badań empirycznych. Za początek rozważań na temat roli i znaczenia kształtowania struktury kapitału w kontekście wartości przedsiębiorstwa przyjmuje się często pracę Modiglianiego i Millera [Modigliani i Miller 1958]. Późniejsze prace powstawały głównie w odniesieniu do teorii MM. Podnoszono problem znaczenia struktury kapitału i jej wpływu na wartość przedsiębiorstwa, analizowano czynniki kształtujące strukturę kapitału oraz poszukiwano optymalnej struktury kapitału [Duliniec 2001; Gajdka 2002; Chojnacka 2012; Myers 1984].

Klasyczne teorie struktury kapitału rozpatrują problem głównie w aspekcie relacji między udziałem właścicieli i wierzycieli w finansowaniu, bez rozróżnienia sposobu wnoszenia kapitału przez właścicieli (poprzez zatrzymanie zysku lub dodatkowe zasilenie zewnętrzne). Wiodącą w tym zakresie teorią substytucji (Trade-off Theory) uwzględnia możliwość poszukiwania właściwych relacji kapitału własnego i pożyczkowego zapewniających najkorzystniejszy koszt kapitału (WACC) i najwyższą wartość przedsiębiorstwa, z wyróżnieniem korzyści podatkowych (odsetkowa teoria podatkowa), dodatniego efektu dźwigni finansowej i kosztów bankructwa. Rozszerzona wersja teorii substytucji uwzględnia dodatkowo koszty agencji związane z konfliktowymi oczekiwaniami różnych grup interesów, co zmienia punkt równowagi w rozumieniu optymalnej struktury kapitału [Jansen i Meckling 1976].

Cechy współczesnych rynków finansowych, różny dostęp do informacji, warunkujących podejmowanie prawidłowych decyzji finansowych i inwestycyjnych, dodatkowe elementy ryzyka i koszty asymetrii informacji spowodowały odmienne podejście do możliwości rynkowego pozyskiwania kapitału, ograniczenie wykorzystywania kapitału obcego i dążenie do utrzymania rezerw zdolności do pozyskiwania kapitału dłużnego. Dodatkowe koszty asymetrii informacji, ryzyko finansowe różnie oceniane przez inwestorów stały się podstawą do sformułowania teorii hierarchii wyboru źródeł finansowania i odejście od klasycznego rozumienia optymalnej struktury kapitału. Zgodnie z tą teorią przedsiębiorstwa w pierwszej kolejności korzystają z wewnętrznych źródeł finansowania, w następnej kolejności używa się kapitału dłużnego, a emisja nowych akcji jest ostatnim sposobem pozyskiwania kapitału. Przedsiębiorstwa nie dążą do optymalizacji struktury kapitału za pomocą mechanizmu dźwigni finansowej, ale poszukują najbardziej dostępnych w danym momencie źródeł pozyskiwania kapitału. Ważne jest także dążenie

do izolowania się od rynków finansowych i możliwość zwiększenia kontroli nad aktywami przez właściciela [Jerzemska 1996].

Każde podejście do wyboru struktury kapitału i relacji finansowania wewnętrznego i zewnętrznego oraz własnego i pożyczkowego wskazuje na określony zakres szans i zagrożeń, z oceną jednak warunków działania przedsiębiorstwa i przyszłej sytuacji na rynku finansowym. Ostateczną weryfikacją słuszności dokonywanych wyborów są oceny rynkowe decydujące o kształtowaniu się wartości rynkowej i pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa na rynku [Damodaran 2006].

Czynniki decydujące o wyborze struktury kapitału, niezależnie od sposobu rozumienia optymalnej struktury, można ocenić w trzech układach, jako: czynniki makroekonomiczne (w tym również czynniki globalne), sektorowe i mikroekonomiczne. Z punktu widzenia procesu pozyskiwania kapitału istotne mogą być elementy makrootoczenia o charakterze ekonomicznym, prawnym i politycznym. Czynniki makrootoczenia są niezależne od przedsiębiorstwa i generują ryzyko systematyczne, jednakże ze względu na wpływ jaki mają na kształtowanie się kosztu kapitału powinny być włączone w proces podejmowania decyzji finansowych. Decyzje związane z wyborem struktury kapitału wymagają uwzględnienia sektora, w którym działa przedsiębiorstwo. Ma to związek głównie ze strukturą aktywów charakterystycznych dla danej działalności. Przedsiębiorstwa o wyższym udziale aktywów trwałych w majątku posiadają co prawda szersze możliwości negocjacyjne przy finansowaniu działalności kapitałami obcymi, ale cechują się mniejszą elastycznością działania i zdolnością adaptacji do zmiennych warunków otoczenia. Ważne jest uwzględnienie również m.in: układu sił konkurencyjnych sektora, możliwości rozwojowych, struktury popytu i rentowności. Wewnętrzne czynniki wyboru struktury kapitału należy rozpatrywać indywidualnie, z uwzględnieniem specyficznych cech sfery realnej i związanego z tym ryzyka operacyjnego. Ryzyko to zależy od wielu czynników, z których istotne są udział kosztów stałych (dźwignia operacyjna), zmienność popytu, zdolność dostosowania cen sprzedaży do zmian czynników produkcji czy też zdolność do rozwijania nowych produktów. Cechy te wpływają nie tylko na strukturę potrzeb kapitałowych, ale i możliwości elastycznego dostosowywania działań do sytuacji rynkowej. Zwykle wskazuje się na negatywny związek między ryzykiem operacyjnym a poziomem zadłużenia, co wiąże się z możliwością spełniania warunków dodatniego efektu dźwigni finansowej. Korzystanie z kapitału obcego wiąże się zawsze z koniecznością uwzględnienia skutków w zmianach płynności, dochodowości oraz poziomu podejmowania ryzyka [Gersbach 2002, s. 25].

## Ryzyko struktury kapitału i jego wpływ na decyzje inwestorów i przedsiębiorstwa

Ryzyko finansowania przedsiębiorstwa związane jest z procesem optymalizacji struktury kapitału w rozumieniu wyboru takiej relacji: kapitał własny – kapitał dłużny, który zapewnia równowagę między poziomem oczekiwanego dochodu i wielkością akceptowanego ryzyka, rozpatrywaną przez właścicieli, wierzycieli i potencjalnych inwestorów. Jest to sytuacja, przy której cena akcji i wartość rynkowa przedsiębiorstwa jest najwyższa w danych warunkach rynkowych. Głównym problemem jest ustalenie granicy opłacalności korzystania z kapitału obcego z uwzględnieniem wspomnianego już efektu dźwigni finansowej oraz prognozy rentowności kapitału obcego [Andersen 2005, s. 4].

Wybory związane z uwzględnieniem elementów ryzyka stanowią dla podmiotów działających na rynku złożone decyzje finansowe i inwestycyjne. Ryzyko inwestora decyduje o poziomie kosztu kapitału, a tym samym o możliwościach i kierunku alokacji kapitału w przedsiębiorstwie [Jajuga 2009, s. 13–14].

Koszt kapitału jest kategorią ekonomiczną, która pozwala na łączenie decyzji inwestycyjnych z dochodem właścicieli i korzyściami wierzycieli. Można go rozpatrywać w kilku płaszczyznach, z uwzględnieniem interesów i wymagań stawianych przez kapitałodawców (inwestorów), kapitałobiorców i potencjalnych inwestorów, poszukujących najkorzystniejszych kierunków alokacji dysponowanych zasobów pieniężnych [Łukasik 2010, s. 39–45]. Z punktu widzenia kapitałodawców koszt kapitału rozumie się jako oczekiwaną stopę zwrotu przy danym poziomie ryzyka. W ocenie wierzycieli jest to najczęściej wymagana stopa zwrotu wynikająca z oceny ryzyka dokonywanych transakcji w określonych warunkach rynkowych. W ocenie właścicieli można to traktować jako minimalną stopę zwrotu z oczekiwaniami możliwości partycypowania w dodatkowej wartości zarówno ekonomicznej, jak i rynkowej.

Dla kapitałobiorców koszt kapitału jest oczekiwaną przez kapitałodawców stopą zwrotu z zaangażowania przez nich kapitału w przedsięwzięcia o różnym stopniu ryzyka i finansowanych różnymi składnikami kapitału [Johnson 2000]. Z punktu widzenia potencjalnych inwestorów, uczestników rynku kapitałowego, koszt kapitału można traktować jako oczekiwaną stopę zwrotu zapewniającą zachowanie wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Wymaga to jednak założenia, że inwestorzy na rynku finansowym reagują na informacje zarówno dotyczące ryzyka struktury kapitału, jak i prawidłowości (efektywności) jego wykorzystania i to nie tylko w ujęciu retrospektywnym, ale i prospektywnym (zgodnie z teorią rynku efektywnego).

Każdy z elementów kapitału podlega odmiennej wycenie w zależności od sposobu ustalenia korzyści dla kapitałodawców, poziomu przejmowanego ryzyka

ka i rozwiązań podatkowych. Koszt kapitału dłużnego głównie jest uzależniony od wysokości wymaganych odsetek, ich rozłożenia w czasie, stopy podatku dochodowego oraz okresu trwania stosunku dłużnego. W celu ustalenia kosztu kapitału własnego stosuje się najczęściej model wyceny aktywów kapitałowych (model CAPM). Model ten określany jest jako model równowagi rynkowej z uwzględnieniem: stopy zwrotu wolnej od ryzyka, premii za ryzyko rynku akcji oraz współczynnika  $\beta$  szacowanego na podstawie analizy regresji między stopą zwrotu z danego papieru wartościowego a rynkową stopą zwrotu. Współczynnik  $\beta$  odzwierciedla więc zmienność cen akcji danego przedsiębiorstwa na tle zmienności całego indeksu rynkowego. Im większa zmienność kursu akcji w stosunku do indeksu rynkowego, tym większe ryzyko, a tym samym wyższa wartość współczynnika beta. Każdej strukturze kapitału odpowiada średni ważony koszt kapitału (WACC), wykorzystywany w praktyce dla wyceny wartości przedsiębiorstwa i w koncepcji zarządzania wartością.

## **Praktyczna ocena znaczenia struktury kapitału w kształtowaniu wartości przedsiębiorstwa**

W celu praktycznej oceny zależności między strukturą kapitału a wartością przedsiębiorstwa przeprowadzono badania na przykładzie spółek wchodzących w skład indeksu WIG w latach 2006–2013. Badania rozpoczęto od określenia kontekstu makroekonomicznego funkcjonowania spółek wybranej próby badawczej. Za pomocą modelu CAPM wyznaczono koszt kapitału własnego oraz, wykorzystując dane rynkowe, określono koszt kapitału obcego. Całość uzupełniono o analizę struktury kapitału dla wybranych spółek. Analizę rozszerzono o sektorowe zróżnicowanie wybranych do analizy spółek. Przyjęte metody badawcze wykorzystano również dla spółek notowanych na innych giełdach na świecie, Niemcy (indeks DAX), Szwajcaria (STOX), Chiny (SSEC), Japonia (TOPX), Wielka Brytania (FTSE).

W celu wykazania zależności struktury kapitału z wartością przedsiębiorstwa zbudowano model regresji wielorakiej. Jako zmienne objaśniające przyjęto nośniki wartości (przychody ze sprzedaży, marżę operacyjną inwestycji w aktywa trwałe, inwestycje w aktywa obrotowe, koszt kapitału oraz strukturę kapitału).

Makroekonomiczne aspekty prowadzenia działalności gospodarczej odgrywają ważną rolę w ocenie wpływu struktury kapitału na wartość przedsiębiorstwa. Kluczowe znaczenie miało zidentyfikowanie okresów dekonstrukcji, które w istotny sposób wpływają na kapitalizację przedsiębiorstwa i powodują, że nie zawsze występuje wyraźna zależność między strukturą kapitału a wartością rynkową akcji, co wynika z faktu, że o kształtowaniu cen decydują inne (nie-

rzadko behawioralne) oczekiwania inwestorów. Do badań przyjęto 286 spółek należących do 17 segmentów działalności z wykorzystaniem informacji ujętych w rocznych sprawozdaniach finansowych z założeniem, że spółki te funkcjonowały w całym okresie analizy. W badaniach pominięto sektor finansowy, uznając, że wymaga on odrębnych ocen.

Badania związków pomiędzy strukturą kapitału a wartością przedsiębiorstwa zrealizowano w oparciu o sekwencyjny model działania z uwzględnieniem kilku etapów postępowania, pozwalających kolejno ocenić:

- politykę finansową prowadzoną przez spółki wybranej próby badawczej w zakresie korzystania z różnych form kapitału pożyczkowego, z uwzględnieniem miar zagregowanych w formie średniej arytmetycznej,
- strukturę kapitału w ramach sektorów z wyróżnieniem wpływu specyfiki branży na prowadzoną politykę finansową,
- koszt kapitału własnego (wg modelu CAPM) i koszt kapitału obcego,
- wpływ czynników wewnętrznych na przyjętą strukturę finansowania.

W Tabeli 1 przedstawiono strukturę kapitału wybranej próby badawczej.

**Tabela 1**

Relacja kapitałów obcych do kapitałów własnych (D/E) w ujęciu branżowym

Branża	Lata [%]							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Hurt	77,8	64,0	73,9	63,9	63,8	74,1	81,1	88,2
Budownictwo	41,2	21,6	36,5	44,4	32,9	31,5	42,0	38,7
Media	18,3	32,8	24,1	29,2	33,2	32,6	51,1	40,7
Spożywczy	79,9	100,8	88,8	88,5	64,3	46,3	50,4	61,1
Metalowy	57,8	41,2	48,2	43,1	52,9	49,9	47,9	53,1
Handel detaliczny	28,9	32,0	58,1	49,3	49,0	54,3	45,9	56,5
Elektro-maszynowy	33,7	26,3	26,6	23,0	16,8	30,6	29,0	36,6
Usługi inne	45,0	57,3	64,2	56,1	57,1	41,9	59,4	86,7
IT	23,2	18,5	14,5	22,7	18,0	13,2	16,6	15,3
Materiały budowlane	54,4	44,4	59,3	64,3	68,5	51,2	45,2	38,0
Chemia	34,7	48,2	49,9	38,1	37,6	35,9	41,1	43,8
Paliwa	50,1	75,8	65,0	78,8	59,9	43,2	43,8	115,6
Drzewno-papierniczy	38,2	41,2	56,0	63,7	63,2	78,1	64,6	73,6
Przemysł inny	31,3	16,9	17,3	38,0	52,1	49,6	163,9	90,8
Deweloperski	166,9	84,7	112,8	99,1	62,3	64,0	74,0	81,0
Telekomunikacja	41,7	32,2	24,4	26,8	85,8	44,6	30,8	41,9
Przemysł lekki	25,4	26,9	21,8	26,2	47,2	27,2	25,5	23,1
Średnia ważona	46,9	44,7	49,4	48,8	46,3	42,6	48,1	55,4

Źródło: Opracowanie własne.

Spółki notowane na warszawskiej giełdzie ostrożnie korzystają z oprocentowanych kapitałów obcych. Początkowo (w latach 2006–2008) maksymalny udział kapitałów obcych oscylował w przedziale 64–84%. Po roku 2008 (światowy kryzys gospodarczy) część spółek nie odzyskała właściwej kondycji finansowej, co potwierdzają wskaźniki skośności oraz kurioza dla lat 2009 i 2010. Po załamaniu notowań na giełdzie w 2008 roku firmy nieznacznie ograniczyły korzystanie z kapitałów obcych oprocentowanych.

Struktura finansowania działalności spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych determinowana jest również przez rynek, na którym działa podmiot. Dla pokazania zróżnicowania korzystania z różnych form kapitału analizie poddano również spółki notowane na innych giełdach, wykorzystując szeroką próbę badawczą. Wskaźniki struktury kapitału dla spółek sektora niefinansowego notowanych na analizowanych giełdach na świecie przedstawia tabela 2.

Porównanie danych wskazuje, że spółki notowane na giełdzie w Warszawie znacznie różnią się strukturą finansowania w porównaniu do spółek notowanych na giełdach innych krajów. W szczególności w mniejszym stopniu korzystają z kapitałów obcych.

Ogólne warunki działania przedsiębiorstw na rynku i kryzysy finansowe wpłynęły na wahania wartości rynkowej w wybranej próbie badawczej. Spowolnienie gospodarcze znalazło swoje odbicie na rynku kapitałowym i w zasadzie dotyczyło wszystkich jego segmentów. Wyjątkiem były spółki branży chemicznej, które jako jedyne nie straciły na wartości. Średnio rzecz biorąc spółki traciły około 50% swej wartości w 2008 roku i 30% w 2011 roku. Załamanie „klimatu” inwestycyjnego, wzrost ryzyka systematycznego powoduje, że inwestorzy przyjmują postawę defensywną w stosunku do ryzyka i wycofują środki w celu zrealizowania części zysków lub minimalizacji strat. Można przyjąć, że spółki nie

**Tabela 2**

Wskaźnik D/E (kapitały obce oprocentowane/kapitały własne)

	Struktura kapitału [%] = D/E						
Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Polska WIG	52	66	55	49	53	53	50
Niemcy DAX	131	122	104	78	83	70	99
UK FTAS	102	84	40	56	72	67	60
Chiny SSEC	98	98	94	89	90	104	139
Japonia TOPX	80	78	99	92	87	65	60
Szwajcaria STOXX	165	98	96	105	114	88	108

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Thomson Reuters.

wykorzystują w pełni efektu dźwigni finansowej, a strukturę kapitału kształtują na podstawie teorii hierarchii wyboru źródeł finansowania.

Dla spółek wybranej próby badawczej dokonano (wykorzystując metodologię CAPM) obliczeń kosztu kapitału własnego. Na podstawie informacji rynkowych oszacowano koszt kapitału obcego. W konsekwencji wyznaczono także średni ważony koszt kapitału (WACC). Opisane zmienne zaprezentowano w tabeli 3.

**Tabela 3**

Średnie wartości: kosztu kapitału własnego, kosztu kapitału obcego, WACC wybranej próby badawczej

Lata	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Koszt kapitału własnego [%]	9,7	11,2	12,8	8,9	8,8	9,4	7,9	7,6
Koszt kapitału obcego [%]	7,5	7,5	9,2	7,8	6,7	7,6	7,4	7,3
WACC [%]	9,4	10,8	12,0	8,7	8,4	8,5	7,5	7,4

Źródło: Opracowanie własne.

W celu zbadania zależności między strukturą kapitału a wartością przedsiębiorstwa zbudowano model ekonometryczny, gdzie do estymacji modelu wykorzystano klasyczną metodę najmniejszych kwadratów, dla której ogólne równanie regresji przyjmuje postać:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \dots + \beta_k X_{ik} + \varepsilon_i$$

gdzie:

$i$  – ilość obserwacji,

$k$  – ilość zmiennych objaśniających,

$\beta_0$  – wielkość stała,

$\beta_k$  – współczynnik regresji.

Jako zmienną objaśnianą ( $Y$ ) przyjęto do modelu wartość rynkową (kapitalizację) badanych spółek reprezentowaną na dzień 31 grudnia w poszczególnych latach badanego okresu. Do zmiennych objaśniających wybrano klasyczne czynniki kształtowania wartości, które zaproponował A. Rappaport [Rappaport 1999, s. 65]:

$X_1$  = przychody ze sprzedaży

$X_2$  = marża operacyjna

$X_3$  = inwestycje w aktywa obrotowe

$X_4$  = inwestycje w aktywa trwałe

$X_5$  = koszt kapitału obcego

$X_6$  = koszt kapitału własnego

$X_7$  = struktura kapitału, rozumiana jako:

$X_{7a}$  = relacja zobowiązań do całości majątku (struktura zadłużenia)

$X_{7b}$  = relacja zobowiązań oprocentowanych do całości majątku

$X_{7c}$  = relacja kapitału obcego oprocentowanego do kapitałów własnych (wskaźnik D/E).

Zbudowany model ekonometryczny wykorzystano do badań związków między zidentyfikowanymi czynnikami wartości a kapitalizacją (wartością rynkową) spółek w badanym okresie 2006–2013. Po wyeliminowaniu czynników o charakterze makroekonomicznym (nie uwzględniono danych za rok 2008 i 2011, które ze względu na dekonjunkturę gospodarczą w tych latach istotnie wpływały na kapitalizację spółek) przystąpiono do badań związków między zidentyfikowanymi czynnikami wartości a kapitalizacją spółki. W tym celu wykorzystano metodę krokową wsteczną. Po wyeliminowaniu z modelu zmiennych nieistotnych otrzymano poprawne modele. Jako zmienne istotne zidentyfikowano:

- przychody ze sprzedaży,
- inwestycje w aktywa obrotowe,
- inwestycje w aktywa trwałe,
- koszt kapitału własnego,
- relację kapitału obcego (oprocentowanego) do kapitałów własnych (wskaźnik D/E) – tabela 4.

**Tabela 4**

Wyniki badania istotności parametrów zdefiniowanego modelu

Zmienne		Charakterystyki
X1 = przychody ze sprzedaży (SR)	współczynnik regresji	0,23
	wartość p	0,00
X3 = inwestycje w aktywa obrotowe (IAC)	współczynnik regresji	-0,46
	wartość p	0,00
X4 = inwestycje w aktywa trwałe (IFC)	współczynnik regresji	1,14
	wartość p	0,00
X6 = koszt kapitału własnego (CoE)	współczynnik regresji	2.54E+09
	wartość p	0,03
X7c = relacja kapitału obcego oprocentowanego do kapitałów własnych (wskaźnik D/E)	współczynnik regresji	-1.7E+08
	wartość p	0,04
Współczynnik $R^2$		0,82

Źródło: Opracowanie własne.

Prawdopodobieństwa testowe  $p$  dla tych zmiennych są istotnie różne od zera (współczynniki mniejsze od 0,05 – czyli przyjętego poziomu istotności), stąd też nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy o istotności wpływu badanych zmiennych na wartość (kapitalizację) spółek badanej próby badawczej. Do oceny stopnia dopasowania modelu wykorzystano współczynnik determinacji  $R^2$ , który dla badanej zbiorowości wynosi 0,82. Świadczy to tym samym o dobrym dopasowaniu modelu dla określenia badanej zależności. Modele te potwierdzają istotność czynników  $X_1$  (przychody ze sprzedaży),  $X_4$  (inwestycje w aktywa trwałe),  $X_6$  (koszt kapitału własnego skorelowanych dodatnio) oraz  $X_3$  (inwestycje w aktywa obrotowe),  $X_{7b}$  (relację zobowiązań oprocentowanych do całości majątku) i  $X_{7c}$  (relację kapitału obcego oprocentowanego do kapitału własnego) skorelowanych ujemnie.

## Podsumowanie

W świetle uzyskanych wyników badań można uznać, że wybór struktury źródeł finansowania stanowi istotny czynnik kształtowania wartości przedsiębiorstwa. Wskazuje to równocześnie, że przyjęty cel artykułu został zrealizowany. Inwestorzy w swoich wyborach kierują się ryzykiem finansowym, preferując w większym stopniu bezpieczeństwo i zabezpieczenie w kapitale własnym. Zidentyfikowany niski poziom wskaźników zadłużenia wskazuje na dużą ostrożność w korzystaniu z zewnętrznych obcych źródeł finansowania z preferencją własnych, wewnętrznych źródeł odpowiadających założeniom teorii hierarchii. Nie bez znaczenia jest z pewnością również kwestia dostępu do informacji oraz rozwijania bardziej efektywnych relacji inwestorskich. Problem jest nadal otwarty. Należałoby kontynuować badania z oceną, w jakim stopniu obniżenie stóp procentowych na polskim rynku kapitałowym zwiększy zainteresowanie spółek kapitałem pożyczkowym, zarówno pozyskiwanym w sektorze bankowym, jak i na rynku pożyczkowych papierów wartościowych (np. emisja obligacji).

## Literatura

- ANDERSEN T.J., 2005: *Risk management, capital structure and performance: a Real option perspective*, *Global Business & Economics Anthology*, Copenhagen Business School, Frederiksberg.
- CHOJNACKA E., 2012: *Struktura kapitału spółek akcyjnych w Polsce w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania*, CeDeWu, Warszawa.
- DAMODARAN A., 2006: *Applied Corporate Finance. A User's Manual*, Wiley, New York.
- DULINIEC A., 2001: *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa.

- GAJDKA J., 2002: *Teorie struktury kapitał i ich aplikacja w warunkach polskich*, Uniwersytet Łódzki, Łódź.
- GERSBACH H., 2002: The optimal capital structure of an economy, Economics Working Paper No. 359, Heildeberg March.
- JANSEN M., MECKLING W., 1976: *The Theory of the Firm; Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics nr 3.
- JAJUGA K. (red.), 2009: *Zarządzanie ryzykiem*, PWN, Warszawa.
- JERZEMOWSKA M., 1996: *Analiza teorii kształtowania struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wyd. Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
- JOHNSON H., 2000: *Koszt kapitału, klucz do wartości firmy*, Liber, Warszawa.
- ŁUKASIK G., 2010: *Strategie finansowania rozwoju współczesnych przedsiębiorstw*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Katowice.
- MODIGILIANI F., MILLER M., 1958: *The Cost Of Capital, Corporation Finance And The Theory of Investments*, American Economic Review, vol. XLVIII, no. 3.
- MYERS S.C., 1984: *Capital structure*, The Journal of Finance 39.
- RAPPAPORT A., 1999: *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa.

## Abstrakt

W strategii finansowej przedsiębiorstwa struktura kapitału odgrywa szczególną rolę, wpływając na stopień podejmowanego ryzyka finansowego. Poszukiwanie najlepszych źródeł finansowania, najbardziej efektywnych możliwości inwestowania, to podstawowe decyzje uczestników rynku finansowego. Stąd ważne jest pytanie, w jakim stopniu zmiany struktury kapitału decydują o wyborach inwestorów i związanej z tym wartości rynkowej spółek. W artykule zaprezentowano podstawowe elementy teorii struktury kapitału z próbą oceny jej wpływu na wartość rynkową przedsiębiorstw na polskim rynku kapitałowym.

**Słowa kluczowe:** struktura kapitału, koszt kapitału, wartość przedsiębiorstwa, ryzyko finansowe

## The role of capital structure management (elements of the theory, experience, practice)

### Abstract

In the company's financial strategy the capital structure plays a special role influencing the degree of financial risk taken. The search for the best sources of financing, the most effective investment opportunities are the basic decisions of financial market participants. Therefore, it is important to find the answer to the

question how the changes of capital structure influence the investors' choices and the company's market valuation. The article presents basic elements of the theory of capital structure with an attempt to assess its impact on the market value of companies on Polish capital market.

**Key words:** capital structure, cost of capital, company value, financial risk