

*Marzena Wojdera*

# Koszt i struktura kapitału jako problemy teorii i praktyki finansów przedsiębiorstwa

Koszt i struktura kapitału stanowią jeden z najważniejszych problemów pozyskiwania i wykorzystywania źródeł finansowania działalności przedsiębiorstwa w celu wzrostu jego wartości rynkowej.

Współzależność pomiędzy strukturą kapitałową firmy a jej rynkową wartością jest przedmiotem zainteresowania teoretyków finansów od kilkudziesięciu lat. Ten istotny problem próbowano rozpoznać i rozwiązać, tworząc różnorodne koncepcje oparte na założeniach mniej lub bardziej przystających do rzeczywistości gospodarczej. Szczególny wzrost zainteresowania tą problematyką spowodowała publikacja artykułu Mertona Millera i Franko Modiglianego *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*. W marcu bieżącego roku minęła 40. rocznica ukazania się w „American Economic Review”<sup>1)</sup> tego niezwykle ważnego dla rozwoju teorii finansów opracowania. Problematyka struktury kapitału była wprawdzie dostrzegana wcześniej, jednakże głoszone wówczas poglądy, między innymi przez D. Duranda i W.A. Mertona, oparte były raczej na intuicji i pobieżnym wnioskowaniu, niż na rzetelnej analizie. Dopiero M. Miller i F. Modigliani nadali jej formę dojrzałej teorii.

Pomimo wieloletniej dyskusji i licznych badań naukowych nad strukturą kapitału, problem ten nadal nie jest rozwiązany w ramach współczesnej teorii finansów. Powstają wprawdzie liczne koncepcje i opracowania, dotyczące uwarunkowań struktury i kosztu kapitału, jednakże dotychczas nie doprowadziły one do powstania spójnej teorii opisującej zagadnienia optymalizacji struktury kapitałowej przedsiębiorstwa<sup>2)</sup>.

Próby zbudowania modelu odzwierciedlającego w zadowalającym stopniu relacje między wartością firmy i kosztem kapitału a jej strukturą kapitałową dotychczas nie w pełni się powiodły. W wielu przypadkach założenia modelowe wyraźnie odbiegają od realiów gospodarczych i nie uwzględniają oddziaływania wielu indywidualnych czynników wynikających ze specyfiki funkcjonowania każdej firmy. Do czynników tych zaliczane są między innymi:

- zdolność firmy do funkcjonowania w długim okresie,
- zachowawcze postawy menedżerów,
- nastawienie pożyczkodawców i instytucji oceniających wartość firmy,
- rezerwy w możliwościach zaciągania długu,
- sprawowanie kontroli nad przedsiębiorstwem,
- cechy specyficzne branży, w której działa przedsiębiorstwo.

W przypadku pozostałych czynników odgrywających ważną rolę w optymalizacji struktury kapitału, tj. struktury aktywów, stopy wzrostu, zyskowności, podatków, ich oddziaływanie na strukturę kapitałową jest łatwiejsze do zbadania, a tym samym – wykorzystania w procedurach analitycznych i decyzyjnych.

Aktualnie w Polsce prowadzone są nieliczne i w porównaniu z państwami o wysoko rozwiniętej gospodarce rynkowej na małą skalę, badania empiryczne dotyczące kształtowania struktury kapitału przedsiębiorstwa oraz jej determinant.

Empirycznej weryfikacji wybranych aspektów teorii struktury kapitału dokonano między innymi na próbie spółek notowanych na WGPW<sup>3)</sup>. Zasadniczym przedmiotem badania była relacja pomiędzy strukturą kapitału mierzoną wskaźnikiem zadłużenia, a poszczególnymi czynnikami, które – zgodnie z różnymi teoriami – wywierają wpływ na tę strukturę. Analizie poddano następujące czynniki:

- podatki,
- nieodsetkową tarczę podatkową (z tytułu amortyzacji i ulg inwestycyjnych),
- wielkość spółki (wartość sprzedaży),
- zyskowność spółki,
- unikalność produktu,
- wzrost spółki,
- możliwość zabezpieczenia długu.

Rezultaty przeprowadzonych badań wydają się świadczyć o tym, że polskie spółki giełdowe na ogół zachowują się racjonalnie z punktu widzenia teorii finansów. Uzyskane wyniki wskazują na ich zgodność z założeniami teoretycznymi przy badaniu zależności między:



● **kosztem a strukturą kapitału** opisane modelem Millera-Modiglianiego, tj. wzrostowi zadłużenia towarzyszy obniżka całkowitego kosztu kapitału,

● **strukturą kapitału a nieodsetkową tarczą podatkową**, tj. przy wzroście udziału amortyzacji w aktywach udział długu w finansowaniu spółki maleje,

● **strukturą kapitału a wielkością spółki**, tj. wskaźnik zadłużenia spółki wzrasta wraz z wartością jej sprzedaży,

● **strukturą kapitału a zyskownością spółki**, tj. wyższej zyskowności spółki towarzyszy niższy poziom wskaźnika zadłużenia,

● **strukturą kapitału a wzrostem spółki**, tj. szybszemu wzrostowi spółki towarzyszy wyższy poziom wskaźnika zadłużenia.

W przypadku zależności pomiędzy **strukturą kapitału** a unikalnością produktu teoretyczne przewidywania sprawdziły się w odniesieniu do rynkowej wyceny kapitału. Wskaźnik zadłużenia spółki maleje bowiem wraz ze wzrostem unikalności produktów, nie potwierdziły się one natomiast przy badaniu relacji pomiędzy **strukturą kapitału a możliwościami zabezpieczenia długu**. Okazało się, że im wyższa wartość aktywów mogących stanowić zabezpieczenie długu, tym niższy udział długu w strukturze finansowej przedsiębiorstwa<sup>4)</sup>.

Spośród różnorodnych czynników kształtujących strukturę kapitałową przedsiębiorstwa na szczególną uwagę zasługują zagadnienia ryzyka oddziałującego celem na koszt kapitału.

Inwestorzy, angażując kapitały w przedsiębiorstwie, oczekują rentowności równej sumie korzyści, jakie uzyskaliby z inwestycji w papiery wartościowe pozbawione ryzyka (np. obligacje skarbu państwa) oraz korzyści rekompensujących ryzyko, na które narażają swoje kapitały inwestując je w przedsiębiorstwie. Ryzyko to wiąże się z **ryzykiem ogólnogospodarczym** wywodzącym się z takich czynników, jak: inflacja, recesja, zmiana stóp procentowych itp. oraz **ryzykiem wewnętrznym przedsiębiorstwa**. Ryzyko wewnętrzne może być rozpatrywane jako **ryzyko egzystencjalne (operacyjne)**, tj. stopień stabilizacji oczekiwanego zysku operacyjnego lub rentowności operacyjnej kapitałów łącznych oraz **ryzyko finansowe** powstające w wyniku zaangażowania kapitału obcego w finansowanie działalności przedsiębiorstwa. Ryzyko związane z działaniem dźwigni finansowej występuje jako ryzyko niedotrzymania zobowiązań, a więc niezdolności firmy do uregulowania płatności w obowiązujących terminach, co może grozić bankrutem oraz ryzyko fluktuacji stopy zwrotu z kapitału własnego.

Należy podkreślić, iż w pewnych granicach przedsiębiorstwo jest w stanie wpływać na wielkość swo-

jego całkowitego ryzyka wewnętrznego – szczególnie w warunkach stabilnej sprzedaży, zmniejszając np. dźwignię operacyjną może zwiększać poziom dźwigni finansowej (i odwrotnie) bez wpływu na ryzyko całkowite.

Struktura kapitału uznana za optymalną, powinna zmieniać się w czasie wraz ze zmianą warunków funkcjonowania przedsiębiorstwa. Jednakże każda decyzja związana z finansowaniem winna uwzględniać konkretną strukturę kapitału, której kształtowanie wymaga odpowiedniej proporcji między ryzykiem a zyskiem.

Relacje pomiędzy dźwignią finansową a kosztem kapitału stanowią przedmiot zainteresowania teorii finansów od kilkudziesięciu lat.

Tradycyjne podejście opiera się na założeniu, że akcjonariusze nie przykładają specjalnego znaczenia do ryzyka związanego z umiarkowanymi kwotami zadłużenia i stąd nie żądają znacznego wzrostu oczekiwanej stopy zwrotu z kapitału własnego. Jeżeli jednak zostanie osiągnięty krytyczny poziom dźwigni finansowej, wówczas akcjonariusze firmy znacząco zwiększą oczekiwaną stopę zwrotu z kapitału własnego. Zgodnie z powyższym podejściem, każda firma powinna szukać i dążyć do osiągnięcia optymalnej struktury kapitałowej, która charakteryzuje się minimalizacją średniego ważonego kosztu kapitału, ponieważ osiągnięcie tego stanu gwarantuje maksymalną wartość firmy.

Według pierwotnych założeń teorii Millera i Modiglianiego, struktura kapitałowa firmy nie ma wpływu na całkowitą wartość firmy, co oznacza, że przedsiębiorstwo – realizując swój cel w postaci maksymalizacji wartości rynkowej – nie musi brać pod uwagę struktury finansowania swojej działalności. Oznacza to, iż sposób, w jaki firma finansuje swoją działalność, nie ma wpływu na wartość firmy i jej średni ważony koszt kapitału (WACC). Wartość ta jest określona przez rodzaj biznesu, w jakim działa dane przedsiębiorstwo oraz efektywność zarządzania nim.

Powyższe klasyczne teorie struktury kapitału stanowią jedynie fragment teorii dotyczącej relacji pomiędzy dźwignią finansową a kosztem kapitału. Na uwagę i bliższe poznanie zasługuje wiele innych teorii, które wzbudziły szerokie zainteresowanie w świecie finansów. Do teorii tych zaliczyć można między innymi:

- teorię uwzględniającą koszty trudności finansowych (*financial distress*),
- teorię uwzględniającą koszty agencji (*agency costs*),
- teorię sygnalizacji (*signallity theory*),
- teorię kolejności wyboru źródeł finansowania (*pecking order theory*).

Problemy wpływu wykorzystania kapitałów obcych na wartość rynkową przedsiębiorstwa pozwa-

lają wyeksponować pojęcie pojemności zadłużeniowej przedsiębiorstwa. Pojemność ta przedstawia wartość zadłużenia przy optymalnej strukturze kapitału przedsiębiorstwa. Jest ona zdeterminowana różnymi czynnikami, takimi jak: ryzyko gospodarcze firmy, struktura podatków, potencjalne rozmiary kosztów bankructwa i koszty agencyjne czy też rola, jaką odgrywa struktura kapitału w dostarczaniu sygnałów rynkom kapitałowym w odniesieniu do wyników jej działania. Pojemność zadłużeniową przedsiębiorstwa wyznacza zatem kwota długu, która powinna być wykorzystana ze względu na maksymalizację dochodów akcjonariuszy, a nie kwota, którą przedsiębiorstwo może wykorzystać.

Inną, nie rozstrzygniętą kwestią jest pojęcie struktury kapitału. Zarówno w literaturze polskiej, jak i zagranicznej nie ma jednomyślności co do definicji struktury kapitału, a więc i pojemności odzwierciedlających ją mierników. Pojęcie struktury kapitału można ogólnie zdefiniować jako proporcję kapitału własnego i obcego w finansowaniu firmy. Proporcja ta wyznacza strukturę finansowania, a struktura kapitału jest relacją wartości zadłużenia długoterminowego do kapitałów własnych wykorzystywanych do finansowania firmy. W analizach finansowych przedsiębiorstw przyjmuje się również definicję struktury kapitałowej jako relację rynkowej wartości kapitałów obcych do ogólnej wartości podmiotu gospodarczego, tj. sumy rynkowej wartości długu i rynkowej wartości kapitałów własnych. Struktura kapitału przedsiębiorstwa jest zatem problemem rynkowym, wymaga bowiem podjęcia decyzji, jaka część przyszłych zysków przypadnie w udziale wierzycielom, a jaka stanie się własnością akcjonariuszy. Rozstrzygnięcie powyższego dylematu będzie polegało na znalezieniu kompromisu pomiędzy wyższymi zyskami akcjonariuszy a wzrostem ryzyka wynikającym z wykorzystania kapitałów obcych w finansowaniu firmy.

Wydaje się, iż w praktyce trudne jest ściśle dostosowanie faktycznej struktury kapitału do poziomu optymalnego, gdyż struktura ta jest rezultatem wielu szczegółowych decyzji podejmowanych w przedsiębiorstwie na bieżąco, a także obszaru elastyczności finansowej pozwalającej na korzystanie z różnych źródeł pozyskania kapitału przedsiębiorstwa.

Jednym z najważniejszych aspektów zarządzania finansowego jest zapewnienie najkorzystniejszej w danych warunkach kompozycji elementów finansowania z uwzględnieniem bieżących kosztów pozyskania poszczególnych rodzajów kapitału oraz przewidywanego ich kształtowania się w przyszłości. Potrzeba myślenia strategicznego sprawia, że zagadnienia struktury kapitału oraz metody jej kształ-

towania mają fundamentalne znaczenie dla wzrostu i rozwoju przedsiębiorstwa.

Liczne opracowania poświęcone zagadnieniom kosztu i struktury kapitału świadczą o nieustannym poszukiwaniu sposobów maksymalizowania wartości przedsiębiorstwa przez modyfikację struktury kapitału. Badania nad tym problemem zostały podjęte w Polsce i zmiierają głównie do empirycznej weryfikacji rozwiązań modelowych. W świetle dotychczasowego dorobku naukowego praktyki i teorii finansów pojawiają się nowe pytania, na które nie można obecnie udzielić jednoznacznych odpowiedzi. Do pytań tych należą między innymi:

- czy można maksymalizować wartość firmy poprzez optymalizację struktury kapitału?
- czy istnieje optymalna struktura kapitału przy uwzględnieniu specyficznych warunków funkcjonowania każdego przedsiębiorstwa?

Udzielenie odpowiedzi na powyższe pytania jest niezwykle istotne z uwagi na to, iż istnienie optymalnej struktury kapitałowej oznaczałoby możliwość maksymalizowania wartości majątku akcjonariuszy przez zmianę struktury kapitału firmy. W wymiarze zaś strategii rozwojowych przedsiębiorstwa tworzy się podstawę możliwości zrewidowania teorii odrębności, która zakłada izolację decyzji inwestycyjnych od decyzji finansowych. Kwestią dyskusyjną wydaje się także pogląd, że wykorzystanie średniego ważonego kosztu kapitału do celów dyskontowania związane jest z niezmiennością struktury kapitału firmy. Jeżeli istnieje optymalna struktura kapitału dla danego przedsiębiorstwa, należałoby ją istotnie osiągnąć, lecz nie oznacza to, że ma być ona niezmienną, stałą wielkością.

Zasadniczym punktem odniesienia jest tutaj zmieniające się ryzyko w czasie i tym samym składników kosztu kapitału, które powodują niestabilność średniego ważonego kosztu kapitału. Brak niezmienności tego kosztu pociąga za sobą zmiany optymalnej struktury kapitału.

Marzena Wojdera

#### PRZYPISY

- <sup>1)</sup> M. MILLER, F. MODIGLIANI, *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*, „American Economic Review”, 3/1958.
- <sup>2)</sup> Zwraca uwagę na to w najpełniejszym polskim opracowaniu M. JERZEMOWSKA, *Analiza teorii kształtowania struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 1996.
- <sup>3)</sup> J. GAJDKA, R. WOLSKI, *Weryfikacja wybranych teorii struktury kapitału na przykładzie polskich spółek giełdowych*, [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, red. J. Duraj, Wyd. OMEGA-PRAKSIS, Łódź 1998.
- <sup>4)</sup> Tamże, s. 257–258.

Autorka jest pracownikiem naukowym (stopień doktora) w Katedrze Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa Uniwersytetu Łódzkiego.