

Agnieszka Szczęsna-Urbaniak

Uniwersytet Szczeciński

RYZIKO JAKO ELEMENT KSZTAŁTOWANIA STRUKTURY KAPITAŁOWEJ PRZEDSIĘBIORSTWA

1. Wstęp

Prowadzenie działalności gospodarczej przez przedsiębiorstwo jest nierozdzielnie związane z ryzykiem. Dzieje się tak ze względu na brak całkowitej pewności co do wielkości i okresu wystąpienia przyszłych przepływów pieniężnych w przedsiębiorstwie. Jakkolwiek istnieje wiele celów cząstkowych, jednak zawsze w długiej perspektywie zarząd dąży do generowania jak największych zysków, przy możliwie akceptowalnym poziomie ryzyka. Odnosi się to m.in. do racjonalnego wykorzystania kapitału posiadanego przez przedsiębiorstwo oraz tworzenia jego nowych zasobów. Ze względu na zmienność otoczenia, w którym funkcjonuje przedsiębiorstwo, zarząd stoi przed dwoma podstawowymi problemami, a mianowicie wyborem sposobu produkcji i wyborem sposobu finansowania.

Polityka kształtowania struktury kapitału wymaga umiejętności stosowania kompromisu pomiędzy ryzykiem związanym ze sfinansowaniem przedsięwzięcia danym kapitałem a wygenerowanym przez niego zyskiem.

2. Identyfikacja ryzyka

Ryzyko jest pojęciem wieloznacznym, różnie interpretowanym przez wiele dyscyplin naukowych.

W *Słowniku języka polskiego* [Słownik... 2000, s. 887] mianem ryzyka określa się działanie, które może przynieść niepowodzenie, stratę, lub przedsięwzięcie, którego wynik jest niepewny, nieznan. Przez pojęcie ryzyka rozumie się możliwość wystąpienia odchylenia faktycznego wyniku od wyników planowanych. W sensie ekonomicznym ryzyko jest rozumiane jako możliwość poniesienia straty lub osiągnięcia mniejszych korzyści, niż oczekiwane.

Szerzej ujmując, przez ryzyko można rozumieć niebezpieczeństwo niezrealizowania zadania założonego przy podejmowaniu określonej decyzji. W działalności gospodarczej nieosiągnięcie celu bowiem może się wyrażać nie tylko wystąpieniem straty, lecz również niższym wynikiem, niż założony. Stąd ryzyko często traktowane jest jako synonim czy też konkretyzacja niepewności [Sierpińska, Jachna 1999, s. 232]. Niekiedy można się spotkać z podejściem rozróżniającym kategorię ryzyka oraz niepewności. Za kryterium rozróżnienia przyjmuje się zazwyczaj w takim przypadku możliwość określenia rozkładu prawdopodobieństwa, iż rzeczywiście osiągnięty rezultat będzie się różnić od wartości oczekiwanej. Z ryzykiem mamy do czynienia, kiedy możliwe jest oszacowanie tego rozkładu, z niepewnością zaś, gdy nie jest to możliwe [Gajdka 2002, s. 50].

Ryzyko wiąże się z możliwością niezyskiwania zamierzonych efektów lub poniesienia niezamierzonych strat. Często określa się je jako prawdopodobieństwo straty, co jest odbierane negatywnie. Jest to sytuacja, gdy co najmniej jeden z elementów składających się na nią nie jest znany, ale znane jest prawdopodobieństwo jego wystąpienia. Prawdopodobieństwo to może być albo wymierne, albo tylko odczuwalne przez decydenta. Ryzyko jest wypadkową ilości oraz jakości dysponowanych informacji o procesach gospodarczych i społeczno-politycznych, a także stopnia zmienności i konfliktowości wewnętrznych i zewnętrznych warunków działania [Efektywność... 1996, s. 75].

3. Rodzaje ryzyka

Mówiąc o ryzyku, należy podkreślić jego związek z ogólnymi warunkami gospodarowania przedsiębiorstwa, tj. fazami, w jakich znajduje się gospodarka. W okresie recesji zazwyczaj obserwujemy wzrost ryzyka, natomiast w fazie ożywienia i koniunktury ryzyko maleje. Wiadomo, że źródłem ryzyka jest samo przedsiębiorstwo, podejmujące określone decyzje finansowe i inwestycyjne. Stąd częsty podział ryzyka całkowitego działalności przedsiębiorstwa na ryzyko operacyjne i ryzyko finansowe.

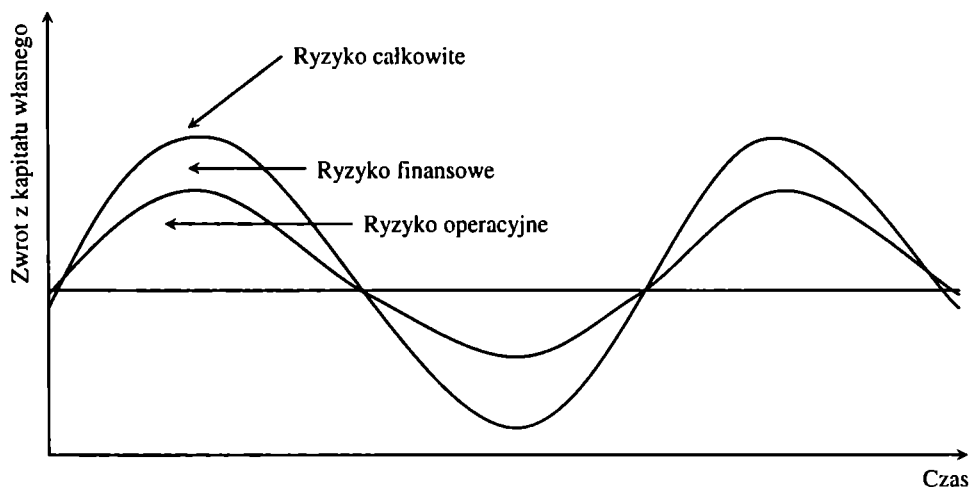
Ryzyko operacyjne, zwane też handlowym, jest związane z możliwością aktywnego oddziaływania na sprzedaż, koszty i ceny, z poziomem konkurencji i ciągłością zarządzania, siłą przetargową i poziomem konkurencji, sprawnością zarządzania, siłą przetargową i poziomem dywersyfikacji dostawców. Z kolei *ryzyko finansowe* jest związane ze strukturą źródeł finansowania aktywów – wzrost udziału środków obcych podwyższa zwykle ryzyko działalności i czyni przedsiębiorstwo mniej atrakcyjnym partnerem dla instytucji finansowych. Niemniej jednak dzięki efektowi dźwigni finansowej absorpcja zewnętrznych środków stwarza przesłanki osiągnięcia dodatkowych efektów przez właścicieli.

Pojęcia ryzyka operacyjnego i ryzyka finansowego można zilustrować na podstawie uproszczonego rachunku zysków i strat, uwzględniającego podział kosztów na stałe i zmienne. Uproszczona konstrukcja takiego rachunku przedstawia się następująco:

przychody ze sprzedaży	}	ryzyko operacyjne
– koszty zmienne		
– koszty stałe (operacyjne)		
= zysk operacyjny (EBIT)	}	ryzyko finansowe
– odsetki od kapitału obcego		
= zysk brutto		
– podatek dochodowy		
= zysk netto		

Ryzyko operacyjne może być mierzone zmiennością zysku operacyjnego. Źródłem ryzyka operacyjnego jest dźwignia operacyjna, określająca wpływ zmian sprzedaży na zysk operacyjny netto. Ryzyko finansowe ma swoje źródło w dźwigni finansowej. Ryzyko operacyjne i ryzyko finansowe tworzą ryzyko całkowite, czyli możliwość niepokrycia zarówno kosztów operacyjnych, jak i stałych kosztów finansowych. Jest ono reprezentowane przez dźwignię połączoną (całkowitą) [Jerzemowska 1999, s. 31].

Związek pomiędzy ryzykiem operacyjnym i finansowym przedstawia rys. 1, obrazujący zmienność rentowności kapitału własnego w czasie.



Rys. 1. Ryzyko: operacyjne, finansowe i połączone

Źródło: [Jerzemowska 1999, s. 32].

Właściwie każdy rodzaj działalności zakładającej wybrany cel do osiągnięcia i pewne warunki do spełnienia zawiera element ryzyka. Jest to ryzyko niespełnienia warunków lub nieosiągnięcia postawionego sobie celu. Dzieje się tak, ponieważ decyzje gospodarcze, dotyczące zarówno bieżącej działalności, jak i zamierzeń rozwojowych, bazują na prognozie przyszłych warunków działania, które z kolei są zawsze obciążone pewną dozą niepewności [Nahotko 1997, s. 79]. Ze względu na trudności związane z przewidywaniem pewnych zdarzeń oraz błędy informacyjne,

podejmowane decyzje mogą być często nieoptymalne, a nawet błędne. Stąd określenie ryzyka jako zagrożenia niezrealizowania założonego zadania, co może oznaczać zmniejszenie potencjalnych zysków, utratę płynności, wiarygodności, zmniejszenie kapitału własnego, trudności finansowe, a w końcowym przypadku bankructwo.

Ze względu na rangę i wszechobecność ryzyka bardzo ważne staje się uzmysłowienie sobie jego źródeł w celu właściwego przeciwdziałania.

W zależności od prowadzonej działalności można mówić o różnych rodzajach ryzyka. Do podstawowych źródeł ryzyka zwykle zalicza się [Dobbins, Frąckowiak, Witt 1992, s. 18] czynniki makroekonomiczne – zewnętrzne, i czynniki mikroekonomiczne – wewnętrzne.

Czynniki zewnętrzne są to warunki gospodarcze kształtowane zmianami ogólnej sytuacji ekonomicznej i politycznej, podażą pieniądza, poziomem stóp procentowych i kursów walutowych, skalą podatków, stawek celnych oraz procesów inflacyjnych i recesji. Wywierają one wpływ o charakterze systematycznym i kształtują zyskowność wszystkich porównywalnych przedsięwzięć. Jest to ryzyko, które pozostaje po dywersyfikacji i jest określane ryzykiem rynkowym. W teorii finansów ryzyko systematyczne określa się jako ryzyko niedywersyfikowalne¹, gdyż nie można go zmniejszyć, dywersyfikując działalność przedsiębiorstwa. Ten rodzaj ryzyka jest związany z inwestycjami we wszystkie papiery wartościowe notowane na danym rynku kapitałowym.

Ryzyko to determinowane jest następującymi przesłankami:

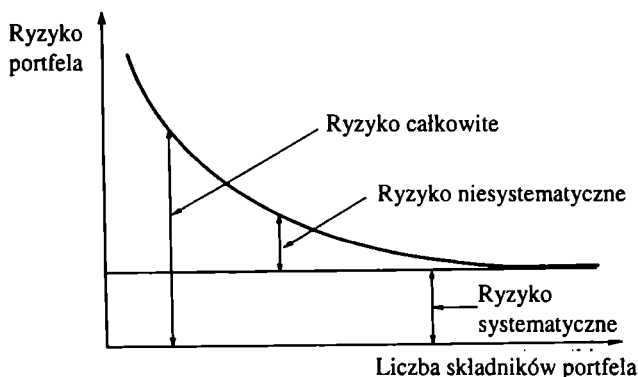
- a) sytuacją gospodarczą, wynikającą z silnej korelacji zmian stóp zwrotu poszczególnych inwestycji, wraz ze zmianami (tendencją spadkową) całej gospodarki,
- b) zmianami stopy inflacji, powodującymi spadek siły nabywczej dochodów uzyskiwanych z poszczególnych inwestycji w stosunku do nakładów początkowych,
- c) ryzykiem stopy procentowej, będącym pochodną inflacji, które polega na odpływie kapitału inwestycyjnego i lokowaniu go na znacznie mniej ryzykownych rachunkach bankowych,
- d) ryzykiem kursów walut – dotyczącym instrumentów finansowych – które podlegają denominacji w innej walucie niż waluta inwestora; jest ono spowodowane zmianami kursu walutowego, różnicującego w sposób znaczący stopy zwrotu wyrażane w rozmaitych walutach,
- e) ryzykiem politycznym, wynikającym ze zdarzeń i decyzji o charakterze politycznym, podejmowanych w kraju i za granicą, które posiadają wpływ na sytuację gospodarczą oraz na decyzje inwestorów,
- f) ryzykiem reinwestowania dochodów, spowodowanym zmiennością stóp procentowych.

¹ Jak podaje A. Dulinić [Dulinić 1998, s. 41], ryzyko systematyczne danego rynku kapitałowego może zostać zmniejszone tylko wtedy, gdy do budowy portfela inwestycyjnego zostaną wykorzystane papiery wartościowe emitowane przez podmioty w innych krajach – mamy wówczas do czynienia z dywersyfikacją międzynarodową. Szerzej na ten temat zob. [Elton, Gruber 1991, s. 241-274].

Czynniki wewnętrzne określają poziom ryzyka determinowanego specyfiką danego przedsiębiorstwa. Wynikają one ze struktury majątkowej i finansowej oraz rodzaju prowadzonej działalności. Ten rodzaj ryzyka jest często określany jako ryzyko zmienne, niestałe, ponieważ nie istnieją żadne istotne powiązania pomiędzy zmianami rynku a tą częścią ryzyka. Ryzyko to teoretycznie można sprowadzić do zera poprzez dywersyfikację prowadzonej działalności. Stąd często określane jest ono mianem ryzyka dywersyfikowalnego lub niesystematycznego. Ryzyko niesystematyczne jest właściwe dla danego przedsiębiorstwa, czynniki wywołujące ten rodzaj ryzyka można usystematyzować następująco [Moyer, McGuigan, Kretlow 1992, s. 227]:

- możliwość i decyzje kierownictwa,
- strajki,
- dostępność surowców i materiałów,
- indywidualne efekty uregulowań rządowych,
- wpływ konkurencji,
- poziom dźwigni operacyjnej i połączonej.

Ryzyko niesystematyczne, inaczej specyficzne, jest to ryzyko przedsiębiorstwa związane z prowadzonymi przez nie działaniami operacyjnymi, inwestycyjnymi i finansowymi, które decydują o jego rentowności i płynności finansowej. Ryzyko to daje się dywersyfikować poprzez budowę portfela inwestycyjnego składającego się z papierów wartościowych emitowanych przez przedsiębiorstwa o różnej specyfice, z różnych branż. Ryzyko pozostające po dywersyfikacji to praktycznie tylko ryzyko systematyczne. Należy dodać, że ryzyko niesystematyczne zwykle stanowi co najmniej 50% ryzyka całkowitego, a zatem efektywna dywersyfikacja może przynieść duże korzyści. Zależność pomiędzy liczbą różnych papierów wartościowych portfela inwestycyjnego a ryzykiem całego portfela ilustruje rys. 2 [Jerzemska 1999, s. 37].



Rys. 2. Dywersyfikacja ryzyka niesystematycznego

Źródło: [Shapiro 1990, s. 107].

4. Zarządzanie ryzykiem

Przez zarządzanie ryzykiem rozumie się ogół środków, wykorzystywanych w celu identyfikacji zagrożeń, ograniczenia ich wystąpienia lub złagodzenia skutków. W związku z tym instrumenty polityki ryzyka można podzielić na ukierunkowane przyczynowo lub skutkowo. Przyczynowa polityka ryzyka ma za zadanie określenie ryzyka występującego w przypadku podjęcia alternatywnych decyzji i szans z nimi związanych przez taki dobór czynników ryzyka, które wpływają w sposób istotny na przyczyny powstania ryzyka. Zadaniem skutkowej polityki ryzyka jest ograniczenie skutków ryzyka podczas realizacji decyzji [Angryk 2000, s. 13].

Skuteczność podejmowanych decyzji jest w dużym stopniu uwarunkowana świadomością występowania ryzyka, która rodzi dążenie do jego identyfikacji, a w miarę możliwości – do eliminacji lub chociaż ograniczenia do minimum. Z tego powodu szczególnego znaczenia nabierają metody zarządzania w warunkach ryzyka. Najczęściej realizowane są następujące etapy postępowania [Angryk 2000]:

- identyfikacja ryzyka (rodzaje zagrożeń, ich przyczyny, miejsce i czas wystąpienia, konsekwencje),
- szacowanie ryzyka (wpływ na powstanie odchyłeń od zamierzeń, konsekwencje zaistniałych odchyłeń),
- planowanie ryzyka (kontrola przebiegu procesów, zabezpieczenie przed ryzykiem, sposoby reakcji).

Identyfikacja ryzyka odbywa się w ścisłym powiązaniu z przyjętymi celami i zadaniami. Narzędziami stosowanymi do oszacowania ryzyka są: analiza wrażliwości i prawdopodobieństwa. Pozwalają one ocenić stopień pewności osiągnięcia celu przy jednoczesnej minimalizacji ryzyka wystąpienia szkód i strat. Dzięki nim decydenci mogą uzyskać reguły decyzyjne wskazujące, w jaki sposób dokonać mimo posiadania niepełnych informacji wyboru optymalnego wariantu decyzyjnego z jednoczesnym uwzględnieniem instrumentów minimalizacji ryzyka. Do pomiaru ryzyka wykorzystuje się mierniki kwantytatywne i relatywne. Należą do nich odchylenie standardowe, kowariancja, współczynniki zmienności i beta [Jerzemska 1999, s. 34].

Ryzyko operacyjne, definiowane najogólniej jako stopień stabilizacji zysku operacyjnego (EBIT) lub rentowności operacyjnej kapitałów łącznych, uzależnione jest – generalnie rzecz biorąc – od dwóch czynników: ryzyka rynkowego oraz dźwigni operacyjnej, która wzmacnia to ryzyko. W przypadku stosowania odchylenia standardowego można do pomiaru ryzyka zależności pomiędzy ryzykiem rynkowym a ryzykiem operacyjnym wyprowadzić, korzystając ze wzoru na wartość oczekiwaną, wariancję oraz odchylenie standardowej zmiennej losowej (zob. [Dudycz 2001, s. 126-141; Brigham 1996, s. 181]). Ryzyko operacyjne, mierzone za pomocą współczynnika zmienności CV, i to bez względu na to, co wyraża – zmienność zysku EBIT czy też zmienność rentowności operacyjnej kapitałów łącznych – jest uzależnione od czynników rynkowych, wpływających na zmien-

ność sprzedaży, oraz czynników dźwigni operacyjnej: jednostkowego dochodu brutto oraz kosztów stałych [Dudycz 2001, s. 133].

5. Ryzyko w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych

Ryzyko jest immanentną cechą decyzji inwestycyjnych [Wrzosek 1994, s. 56]. Ekonomiczna i finansowa efektywność przedsięwzięć inwestycyjnych jest ustalana w powiązaniu z przyszłymi warunkami gospodarowania, stąd też jej związek z niepewnością i ryzykiem. Przyszłe warunki określane są przez wiele czynników, trudnych do przewidzenia i precyzyjnego określenia, a tym samym do kwantyfikowania kierunku i siły, z jaką będą one oddziaływać na poszczególne składniki rachunku efektywności inwestycji. Nie zawsze można przewidzieć zmiany przyszłych: koniunktury, poziomu kosztów i cen, kursów walut, ceł, podatków, stopy procentowej kredytów, zmiany techniki i technologii, organizacji oraz popytu i podaży wyrobów i usług, a także wielu innych czynników mających wpływ na efektywność przedsiębiorstwa. Jednym z zasadniczych, ostatecznych celów podejmowania przedsięwzięć inwestycyjnych jest maksymalizacja wartości, zwłaszcza jeśli chodzi o zarządzanie kapitałami. Należy jednak bezwzględnie wziąć po uwagę, obok czynnika czasu, także stopień ryzyka związanego z podejmowaną decyzją i realizacją przedsięwzięcia inwestycyjnego [Dziura, Kaczmarek 2000, s. 32].

Ponieważ problem ryzyka stanowi nieodłączny element każdego procesu gospodarowania, więc jest on szczególnie ważny w sferze inwestowania zasobów pieniądza w różnego rodzaju przedsięwzięcia przynoszące dochód.

Decyzje dotyczące udziału poszczególnych źródeł kapitału w finansowaniu przedsięwzięć inwestycyjnych powinny być oparte na szczegółowej analizie ryzyka występującego w tych projektach.

Ryzyko projektów inwestycyjnych można rozpatrywać, biorąc pod uwagę trzy punkty widzenia lub też stosując trzy podejścia metodologiczne [Czekaj, Dresler 1995, s. 109]:

- ryzyko projektu rozpatrywane oddzielnie, bez uwzględniania związków projektu z pozostałymi częściami firmy,
- ryzyko projektu analizowane w kontekście ryzyka już posiadanych zasobów oraz wpływu analizowanego projektu na ryzyko firmy (efekt portfolio występujący w ramach firmy),
- ryzyko projektu analizowane w kontekście tzw. ryzyka rynku oraz możliwości kształtowania zróżnicowanych pakietów lokat przez inwestorów.

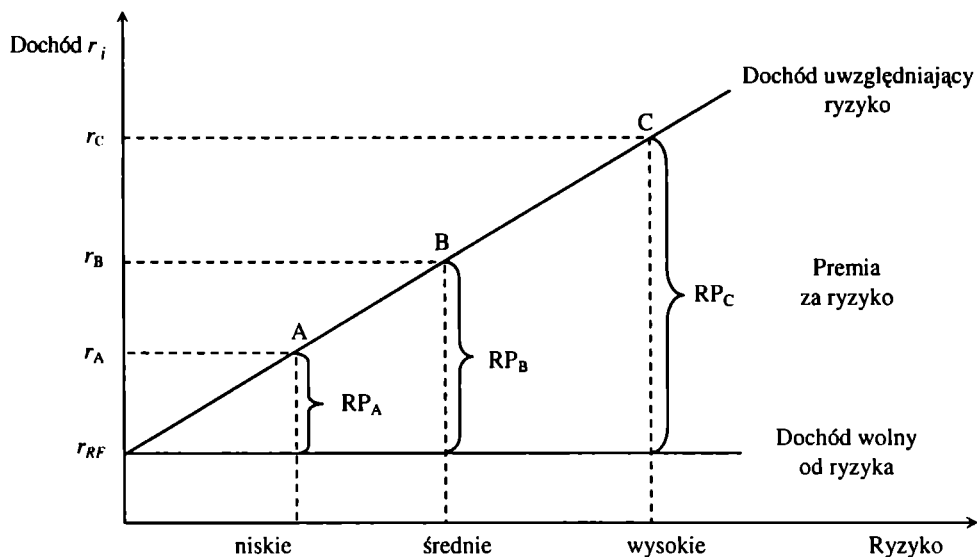
Analiza ryzyka przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych powinna zapobiec ewentualnej utracie stabilności finansowej firmy. Podejmując decyzję o zaangażowaniu kapitałów obcych w finansowanie projektów inwestycyjnych, należy uwzględnić wzrost ryzyka w zakresie płynności płatniczej. Sytuacja ta może być spowodowana:

- koniecznością regularnego opłacania odsetek,

- wyższej ceny pieniądza (stopy procentowej) spowodowanej recesją gospodarczą,
- zmniejszeniem zysków w wyniku pojawiających się trudności,
- trudności w uzyskaniu nowych pożyczek i kredytów.

Przedsiębiorstwo o stabilnej sprzedaży i odpowiednio wysokich dochodach może bez większego ryzyka pozwolić sobie na finansowanie długiem własnego rozwoju. Natomiast podjęcie ryzyka zwiększonego zadłużenia przez firmę ze stosunkowo niskim poziomem zysku operacyjnego może się przyczynić do wystąpienia ujemnego efektu dźwigni operacyjnej [Wypych 1995, s. 275]. Dla firm finansujących się długiem jest ważna, z punktu widzenia mniejszego ryzyka, stabilność sprzedaży i dochodów, która może być czynnikiem wpływającym na wysoką stopę zysku operacyjnego.

W ocenie skłonności do ryzyka bardzo istotny jest związek pomiędzy podejmowanym ryzykiem a uzyskiwanym dochodem. Im większe jest ryzyko podejmowanych działań, tym większego dochodu spodziewa się inwestor. W zależności od skłonności danego inwestora do ryzyka, wybiera on inwestycje bardziej lub mniej ryzykowne. Zależność pomiędzy oczekiwanym dochodem a podejmowanym ryzykiem przedstawia rys. 3.



Rys. 3. Ryzyko a dochód

Źródło: [Duliniec 1998, s. 40].

Miarą dochodu jest zazwyczaj spodziewana stopa zwrotu (r), która określa relację oczekiwanego dochodu do poniesionych nakładów inwestycyjnych. Przedstawiona na rysunku różnica pomiędzy dochodem uwzględniającym ryzyko (r) a dochodem wolnym od ryzyka (r_{RF}) to tzw. premia za ryzyko. Im większe ryzyko jest związane z danym przedsięwzięciem, tym większa premia za ryzyko, a tym samym wyższa oczeki-

wana stopa zwrotu. Jak wynika z powyższych zależności, najwyższą premię za ryzyko osiąga się w punkcie, gdzie ryzyko jest najwyższe (na rysunku pkt C), a tym samym najwyższa spodziewana stopa zwrotu. Wysokość premii zależy od rodzaju i poziomu ponoszonego ryzyka [Duliniec 1998, s. 40].

Jak przedstawiono na rysunku, istotnym zagadnieniem z punktu widzenia inwestora podejmującego decyzje inwestycyjne jest związek ryzyka inwestycji z ich efektywnością. W tym względzie przeważnie jest tak, że inwestor przedkłada niższe ryzyko nad wyższe oraz obecny dochód nad przyszły, przy niezmiennych pozostałych warunkach. Stąd też, podejmując decyzje, inwestor powinien się kierować trzema głównymi wytycznymi [Dobbins, Frąckowiak, Witt 1992, s. 21]:

- wyższemu ryzyku towarzyszy oczekiwanie wyższego dochodu,
- w miarę wzrostu ryzyka rośnie możliwość poniesienia straty,
- granice racjonalnej decyzji z punktu widzenia ryzyka wyznacza sytuacja, w której prawdopodobieństwo osiągnięcia korzyści jest równe prawdopodobieństwu poniesienia straty, odpowiadającej co do wartości tej korzyści.

Teoria finansów nie dostarcza uniwersalnej formuły, którą posługiwanie się umożliwiałyby określenie optymalnej struktury kapitałowej, uwzględniającej również optymalny, a więc najniższy w danych warunkach poziom ryzyka.

Natomiast literatura finansowa określa pewne zasady, które powinny być uwzględniane przy podejmowaniu decyzji. Zasady te dotyczą przede wszystkim odpowiedniej relacji między strukturą kapitałów i strukturą majątku, z uwzględnieniem różnego stopnia płynności poszczególnych jego składników oraz wyboru najlepszego źródła kapitałów obcych. Punktem wyjściowym wszystkich projektów inwestycyjnych powinno być ustalenie górnych granic ryzyka finansowego, jakie firma może ponieść bez utraty płynności finansowej. W tym przypadku ustala się dwa podstawowe wskaźniki [Bień 2002, s. 189]:

- wskaźnik obrazujący relację pomiędzy wielkością majątku obrotowego a stanem krótkoterminowych zobowiązań, której utrzymanie powinno umożliwiać zachowywanie zdolności do terminowego regulowania tych zobowiązań,
- stopy zadłużenia ilustrującej relację pomiędzy łączną kwotą kapitałów własnych a ogólną wartością majątku, której przestrzeganie pozwala na zachowanie dostatecznej elastyczności finansowej, czyli na uniknięcie nadmiernego uzależnienia się od kredytodawców.

Według zasady, którą należy się kierować przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, wielkość kapitałów stałych powinna zapewnić co najmniej pełne finansowanie majątku trwałego.

6. Zakończenie

Przedstawione rozważania wskazują, że przedsiębiorstwo w swojej polityce finansowej powinno zwracać szczególną uwagę na posiadaną strukturę źródeł finan-

sowania. Ustalając dopuszczalny poziom zadłużenia, należy brać pod uwagę różnicę pomiędzy zyskownością firmy a stopą oprocentowania kredytów. Firma powinna zrezygnować z kredytowania w przypadku, gdy w dłuższym okresie nie jest w stanie osiągnąć większej stopy zysku na kapitale własnym, niż wynosi stopa oprocentowania kredytów.

Chcąc więc sformułować ogólne wnioski w ramach przedstawionych zagadnień, można stwierdzić, że [*Efektywność...* 1996, s. 75]:

- im bardziej przedsiębiorstwo i jego przedsięwzięcia rozwojowe są wrażliwe na czynniki makroekonomiczne, tym mniejsze ma ono możliwości wpływu na ich kształtowanie, a tym samym bardziej ryzykowna staje się jego działalność,
- im silniejszą wrażliwość na czynniki mikroekonomiczne wykazują przedsiębiorstwo i jego projekty rozwojowe, tym bardziej rosną możliwości ich zmiany, tym samym zaś potencjalne ryzyko się obniża,
- systematyczna analiza ryzyka oraz ustalenie spodziewanej efektywności przedsięwzięcia umożliwiają zrelatywizowanie ryzyka i efektywności jako podstawy końcowej oceny celowości podjęcia decyzji rozwojowej.

Strategia finansowania działalności jest jednym z najistotniejszych obszarów decyzyjnych przedsiębiorstwa. Określa ona rozmiary bieżących i przyszłych potrzeb finansowych związanych z działalnością gospodarczą oraz ustala najkorzystniejsze źródła pozyskiwania środków niezbędnych do zaspokajania tych potrzeb. Umiejętne kształtowanie struktury kapitału wymaga stosowania kompromisu między ryzykiem a zyskiem.

Literatura

- Angryk P., *Wybrane aspekty ryzyka występujące w działalności przedsiębiorstwa na przykładzie rafinerii nafty „Glinar” SA*, [w:] *Zarządzanie finansami. Współczesne tendencje w teorii i praktyce*, red. D. Zarzecki, Materiały z międzynarodowej konferencji naukowej, Kołobrzeg 2000.
- Bień W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2002.
- Brigham E.F., *Podstawy zarządzania finansami przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 1996.
- Czekaj J., Dresler Z., *Podstawy zarządzania finansami firm*, PWN, Warszawa 1995.
- Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw-podstawy teorii*, PWN, Warszawa 1998.
- Dobbins R., Frąckowiak W., Witt S.F., *Praktyczne zarządzanie kapitałami firmy*, PAANPOL, Poznań 1992.
- Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1998.
- Dudycz T., *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, AE, Wrocław 2001.
- Dziura M., Kaczmarek J., *Decyzje inwestycyjne w warunkach ryzyka i niepewności*, [w:] *Zarządzanie finansami. Współczesne tendencje w teorii i praktyce*, red. D. Zarzecki, Kołobrzeg 2000.
- Efektywność przedsięwzięć rozwojowych*, red. R. Borowiecki, AE-TNOiK, Warszawa-Kraków 1996.
- Elton E.J., Gruber M.J., *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, John Wiley & Sons, New York 1991.

- Gajdka J., *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, UŁ, Łódź 2002.
- Jerzemowska M., *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, PWN, Warszawa 1999.
- Moyer R.Ch., McGuigan J.R., Kretlow W.J., *Contemporary Financial Management*, West Publishing Company, St. Paul 1992.
- Nahotko S., *Ryzyko ekonomiczne w działalności gospodarczej*, Bydgoszcz 1997.
- Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 1999.
- Słownik języka polskiego*, red. E. Sobol, PWN, Warszawa 2000.
- Weston J.F., Copeland T.E., *Managerial Finance*, Cassell 1992.
- Wypych M., *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, Wyd. ABSOLWENT, Łódź 1995.
- Wrzosek S., *Ocena efektywności rzeczowych inwestycji przedsiębiorstw*, Wyd. SYGMA, Wrocław 1994.

RISK AS A DETERMINANT OF CAPITAL STRUCTURE

Summary

This article concerns the problems of the internal risk of a company. The right estimation of risk is an indispensable condition of correct estimation of cash flows of incomes and expenses connected with realisation of examined investment-projects and the right qualification of present net values of these undertakings.

The process of taking rational decision aims to achieve equilibrium between of the return on the employed capital and the level of risk. Using of provides a company performance based only on owner's equity is not sufficient. Capital taken from outside usually is necessary. In many cases the outside capital is indispensable to run an enterprise successful. In addition this capital enhance the profitability of domestic one and gives the effect called as leverage. That is why the right capital structure is essential for efficiency of every company performance.