

Jolanta Iwin-Garzyńska

Uniwersytet Szczeciński

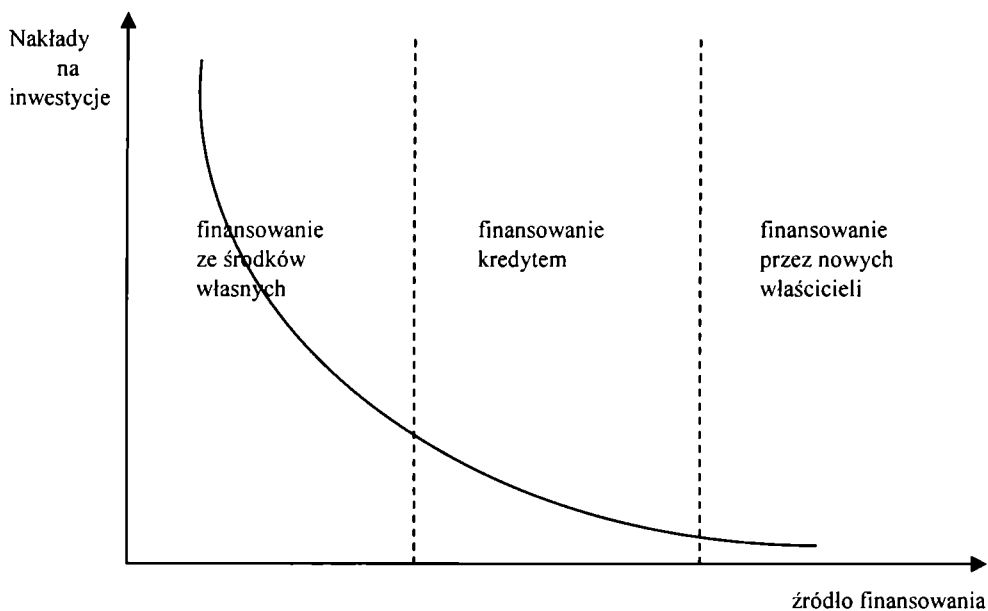
AKUMULACJA WEWNĘTRZNA KAPITAŁU NA TLE TEORII FINANSOWANIA PRZEDSIĘBIORSTW

1. Wstęp

Procesy ekonomiczne zachodzące w każdym przedsiębiorstwie są determinowane posiadanym przez nie kapitałem. W literaturze przedmiotu kwestia źródeł finansowania przedsiębiorstw i ich hierarchii jest podejmowana bardzo szeroko. W teorii finansów przedsiębiorstw wskazywano zarówno na wyższość źródeł wewnętrznych nad zewnętrznymi, jak i odwrotnie. Wszystkie teorie dotyczące źródeł finansowania, a w konsekwencji struktury kapitału zostały podzielone przez S.C. Myersa na teorie statycznego kompromisu i teorie kolejności wyboru (por. [Myers 1984, s. 575-591]). Celem opracowania jest próba odnalezienia odpowiedzi na pytania wynikające ze sprzeczności wniosków płynących z analizy poszczególnych teorii finansowania. Jeżeli np. w teorii mówi się, że kapitał własny kosztuje więcej niż obcy (ze względu na wyższe ryzyko), to dlaczego firmy wolą wykorzystać kapitał własny niż obcy? Jeżeli w teorii dźwigni finansowej mówi się, że korzystanie z kapitału obcego może w pewnych warunkach poprawić stopę zwrotu z kapitału własnego, to dlaczego firmy przedkładają finansowanie wewnętrzne nad zewnętrzne? Na tym tle warto przytoczyć słowa Roberta Mertona, który rozwój nauki finansów scharakteryzował, stwierdzając [Merton 1975, s. 1-13]: „Istotą teorii finansów jest analiza zachowania się podmiotów przy alokacji i wykorzystaniu swoich zasobów, zarówno w przestrzeni, jak i w czasie, w niepewnym otoczeniu. Czas i niepewność są głównymi elementami, które wpływają na zachowanie się podmiotów w zakresie finansów”. Nie ulega wątpliwości, że teorie źródeł finansowania przedsiębiorstw i ich sprzeczności wynikają z analizy zachowania się podmiotów gospodarczych przy alokacji i wykorzystaniu zarówno zasobów wewnętrznych, jak i źródeł zewnętrznych.

2. Wyższość wewnętrznych źródeł finansowania nad zewnętrznymi w świetle teorii finansów przedsiębiorstw

W teorii finansów przedsiębiorstw wskazuje się, że wewnętrzne formy pozyskiwania środków finansowych przez przedsiębiorstwo stanowią zasadnicze źródło finansowania jego działalności, a dopiero gdy one zostaną wyczerpane, korzysta ono z finansowania zewnętrznego obcego, a w ostatniej kolejności z finansowania zewnętrznego własnego [Bielawska 1995; Bielawska 2000, s. 99]¹ (por. także [Franke, Hax 1999, s. 66-71]). Źródła finansowania dostępne przedsiębiorstwu wpływają na jego aktywność inwestycyjną, a przede wszystkim na jego skłonność do nowych inwestycji rzeczowych. Na rysunku 1 wskazano, że im wyższe środki z wewnętrznych źródeł finansowania przedsiębiorstwa, tym więcej podejmuje ono nowych inwestycji. Do finansowania przez nowych właścicieli (akcjonariuszy, udziałowców) dochodzi tylko wtedy, gdy inne źródła są już wyczerpane, a spodziewany dochód z projektu inwestycyjnego jest wystarczająco wysoki (por. [Bielawska 2002, s. 35-36]).



Rys. 1. Zależność między źródłem finansowania a wartością nakładów inwestycyjnych

Źródło: [Bielawska 2002, s. 36].

¹ Autorka wskazuje, że przyczyną takiej hierarchii instrumentów finansowania inwestycji należy upatrywać w teorii asymetrii informacji. Wynika to z założenia, że nawet przy pełnych informacjach o przyszłych dochodach z zamierzonych inwestycji rzeczywista wartość już istniejącego majątku przedsiębiorstwa jest znana tylko przedsiębiorcy.

Kolejność źródeł finansowania potwierdza teoria sformułowana przez S.C. Myersa, tj. teoria kolejności wyboru finansowania [Myers 1984; Myers, Majluf 1984], która łączy decyzje inwestycyjne i finansowe. Wyjątkowość tej teorii polega na odmiennym podejściu do analizy zachowań przedsiębiorstw w zakresie kształtowania struktury kapitału. Według tej teorii przedsiębiorstwa nie dążą do osiągnięcia docelowego wskaźnika zadłużenia, lecz wybierają źródła finansowania według określonej hierarchii. Podstawowe założenie tej teorii mówi, że przedsiębiorstwa częściej wybierają wewnętrzne źródła finansowania niż zewnętrzne, przy czym przez wewnętrzne źródła należy rozumieć zyski zatrzymane, a zewnętrzne to emisja akcji i zaciąganie długu. Przedsiębiorstwa wybierają kolejne składniki kapitału, kierując się określonymi preferencjami. Źródło finansowania położone niżej na liście preferencji jest wykorzystywane dopiero wtedy, gdy bardziej preferowane źródło jest wyczerpane.

Teoria kolejności wyboru wyjaśnia, dlaczego dobre przedsiębiorstwa (czyli bardziej rentowne) mają niskie wskaźniki zadłużenia: nie korzystają one z zewnętrznych źródeł finansowania, ponieważ mają większe zasoby własnych środków. Może to wynikać z niechęci menedżerów do poddawania się procedurom kontrolnym związanym ze zdobywaniem zewnętrznych źródeł finansowania. Finansowanie zyskiem zatrzymanym jest dla zarządu mniej wymagające i prostsze. Preferowanie finansowania wewnętrznego wynika z dążenia do izolowania się od rynków kapitałowych [Shapiro 1990, s. 484] oraz chęci kontroli nad zasobami firmy. Wyjaśnieniem preferencji zysków zatrzymanych nad emisją akcji jest koszt kapitału. Mimo że oczekiwany zwrot zarówno „starych”, jak i „nowych” właścicieli jest taki sam, z punktu widzenia przedsiębiorstwa różni je koszt emisji.

Na temat preferowania finansowania wewnętrznego nad zewnętrznym pisali także M. Jensen i W. Meckling [Jensen, Meckling 1976]; por. [Myers, Majluf 1984]. Zgodnie z ich koncepcją pozyskanie długu przez przedsiębiorstwo nie ma wpływu na wartość firmy, gdyż dodatni efekt dźwigni finansowej² jest eliminowany przez informację, jaką jest konieczność pozyskania kapitału obcego do finansowania inwestycji, co może być traktowane jako wiadomość, że przedsiębiorstwo nie posiada kapitałów własnych. „Zła informacja” może wynikać z rzeczywiście niedobrej sytuacji finansowej spółki lub polegać na przekazaniu niesprawdzonych informacji, co może wpłynąć na pogorszenie oceny firmy przez kredytodawców. To natomiast prowadzi do podwyższenia premii za ryzyko przez pożyczkodawców. Wzrost oprocentowania długu dla firmy to zmniejszenie możliwości uzyskania dodatniego efektu dźwigni finansowej.

Za wyższością finansowania kapitałami wewnętrznymi przemawia także teoria kosztów bankructwa. Główne założenie tej teorii mówi, że wraz ze wzrostem stopy zadłużenia rośnie ryzyko bankructwa, co przyczynia się do spadku wartości przed-

² Przyrost rentowności kapitału własnego na skutek zaangażowania kapitału obcego.

siębiorstwa. Koszty bankructwa mogą stanowić przeciwwagę dla korzyści odsetkowej tarczy podatkowej, która jest dodatnio skorelowana ze stopą zadłużenia. Przez koszty bankructwa najczęściej rozumie się koszty ponoszone przez przedsiębiorstwo (właścicieli) w wyniku bankructwa lub będące rezultatem trudności finansowych (nawet jeśli ostatecznie uda się uniknąć bankructwa).

O odmienności teorii kolejności wyboru przesądza to, że podczas gdy zdecydowana większość teorii struktury kapitału stawia tezę, iż przedsiębiorstwa kierują się pojęciem docelowej struktury kapitału, to według tej teorii można mówić tylko o hierarchii źródeł finansowania. Jest to podejście bliższe praktyce, co potwierdzają prowadzone badania empiryczne (por. [Albach, Hunsdiek, Kokaj 1986, s. 7-15]). Dowodzą one, że kapitał własny mający swoje źródło w przychodach ze sprzedaży stanowi najcenniejszy rodzaj kapitału w przedsiębiorstwie³.

Z badań ankietowych przeprowadzonych przez Departament Systemu Finansowego NBP [*Wybrane elementy...* 2005, s. 12] wynika, że przeciętna struktura kapitałów przedsiębiorstw wskazuje na zrównoważenie własnych i obcych źródeł finansowania przedsiębiorstw. Analiza struktury źródeł finansowania ankietowanych przedsiębiorstw pozwoliła na stwierdzenie, że firmy finansowały się głównie kapitałami własnymi, następnie długiem (szczególnie zobowiązaniami z tytułu dostaw i usług, a w dalszej kolejności z kredytu bankowego)⁴.

W analizie optymalności struktury kapitału w badaniach NBP wskazano, że większość przedsiębiorstw oceniła aktualną strukturę finansowania jako optymalną. Należy jednak podkreślić, że problem nieoptymalnej struktury kapitału w większym stopniu dotyczył przedsiębiorstw pozyskujących kapitały w drodze emisji akcji lub instrumentów dłużnych. Natomiast firmy, które nie emitowały takich instrumentów, częściej określały swą strukturę kapitału jako optymalną. Można zatem domniemywać, że przedsiębiorstwa nie uczestniczące aktywnie w rynku kapitałowym w większym stopniu dostrzegają walory wewnętrznych źródeł finansowania.

3. Teorie wskazujące na wyższość długu nad kapitałem własnym w świetle teorii finansów przedsiębiorstw

Za wyższością długu w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa przemawiają głównie teoria struktury kapitału Modiglianiego i Millera, teoria dźwigni finansowej i teoria kosztu kapitału.

³ Prowadzone w Polsce badania w Departamencie Analiz i Badań NBP wskazują, że przedsiębiorstwa osiągające odpowiednio wysokie wyniki finansowe unikają zadłużenia kredytowego i finansują się głównie środkami własnymi (por. np. [*Wyniki finansowe...* 2000]).

⁴ Istotnym mankamentem badań przeprowadzonych przez pracowników Departamentu Systemu Finansowego NBP jest brak wskazania na amortyzację jako źródło finansowania działalności przedsiębiorstw i utożsamianie struktury finansowania ze strukturą pasywów w bilansie firmy.

W literaturze polskiej struktura kapitału definiowana jest zwykle jako udział kapitału własnego i obcego w finansowaniu działalności firmy⁵. Jednakże w literaturze można spotkać opinie, że relacja ta charakteryzuje źródła finansowania przedsiębiorstwa, a struktura kapitału to relacja wartości zadłużenia długoterminowego do kapitałów własnych firmy (por. [Weston, Copeland 1992, s. 493; Pike, Neale 1993, s. 326; Moyer, McGuigan, Kretlow 1992, s. 518]). Struktura kapitału jest więc częścią struktury finansowania, gdyż ta druga obejmuje także zobowiązania krótkoterminowe. Oznacza to, że struktura finansowania skorygowana o zobowiązania bieżące jest strukturą kapitału (por. [Petty, Keown, Scott, Martin 1993, s. 354]). S. Myers definiuje ją jako ramy statycznego kompromisu, w którym firma ustala docelową wielkość zadłużenia i stopniowo zbliża się do jej osiągnięcia. Dla większości przedsiębiorstw bieżąca i docelowa struktura kapitału są często identyczne, choć zdarza się, że decydują się one na zmianę proporcji finansowania swej działalności, czego powodem są zmiany w strukturze aktywów lub warunkach działania, co pociąga za sobą zmianę stopnia ponoszonego ryzyka [Moyer, McGuigan, Kretlow 1992, s. 519].

Do drugiej połowy lat pięćdziesiątych struktura kapitału, a więc relacja pomiędzy kapitałem własnym a kapitałem obcym (długiem) finansującymi przedsiębiorstwo, nie stanowiła szczególnego zainteresowania badaczy z zakresu teorii finansów przedsiębiorstw⁶. Do roku 1958 teoria struktury kapitału składała się z luźnych przypuszczeń co do postępowania inwestora, nie zaś z dokładnie skonstruowanych modeli, które można by statystycznie przetestować.

Przełom stanowiło zaangażowanie się w tę problematykę późniejszych laureatów nagrody Nobla: F. Modiglianego oraz M.H. Millera, którzy w 1958 r. opublikowali artykuł zatytułowany: *Koszt kapitału, finanse przedsiębiorstwa i teoria inwestycji* (por. [Modigliani, Miller 1958]). Zawarte w artykule twierdzenia, zwane dalej teorią M-M, wskazują, że zwiększenie udziału długu w strukturze kapitału nie

⁵ W literaturze angielskiej struktura kapitału określana jest jako *gearing*, a amerykańskiej jako *leverage*. Pojęcia te są często używane zamiennie i tłumaczone na język polski jako przekładnia kapitałowa, dźwignia, lewarowanie lub napędzana struktura kapitału (por. [Dobbins, Frąckowiak, Witt 1992, s. 121; Sierpińska, Jachna 1993, s. 255; Bień 1998, s. 174; Pluta 1995; Malewicz 1993, s. 42]).

⁶ Rzecz dotyczy teoretycznych podstaw problematyki struktury kapitału w takim sensie, w jakim są one powszechnie akceptowane w ramach współczesnej teorii finansów przedsiębiorstw. Warto jednak wspomnieć, że jeszcze przed powstaniem prac M.H. Millera i F. Modiglianego, w początkach lat pięćdziesiątych, problematyką relacji pomiędzy strukturą kapitału a kosztem kapitału i wartością spółki zajmował się D. Durand, prezentując trzy różne sposoby wyjaśnienia tego związku, określane jako: podejście zysku netto, podejście zysku operacyjnego i wreszcie podejście tradycyjne. Zgodnie z podejściem zysku netto dla spółki najkorzystniej jest zaciągać jak najwyższą kwotę zadłużenia. Zgodnie z podejściem zysku operacyjnego kwota zadłużenia nie ma wpływu na wartość spółki; zgodnie z podejściem tradycyjnym opłaca się zwiększać zadłużenie do określonego poziomu, powyżej którego zaciąganie długu staje się nieopłacalne (por. [Durand 1952]). Klasyfikacji i opisu wskazanych przez D. Duranda teorii dokonał także E. Solomon (por. [Solomon 1959, s. 91-116]).

podwyższy wartości firmy, ponieważ zalety tańszego długu będą w całości skompensowane przez wzrost jej ryzyka, a więc jej kosztu kapitału. A zatem z teorii M-M wynika, że w świecie bez podatków zarówno wartość firmy, jak i koszt jej kapitału nie zależą od struktury kapitału. Można wskazać w tym miejscu, że pierwsza teoria M-M wskazała także na nieistotność zachowań przedsiębiorstwa w zakresie wyboru źródeł finansowania dla wartości firmy i kosztu jej kapitału.

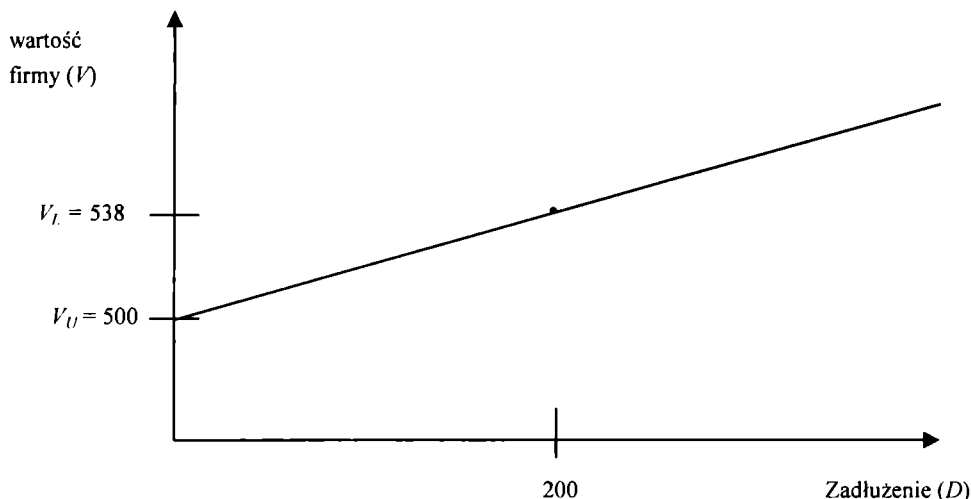
W roku 1963 F. Modigliani i M. Miller opublikowali artykuł (por. [Modigliani, Miller 1963]) będący korektą teorii nieistotności struktury kapitału. Poruszyli w nim problem pozostający w centrum zainteresowania finansów przedsiębiorstwa. Problemem tym jest określenie roli podatków w kształtowaniu polityki finansowej przedsiębiorstwa (por. [Ashton 1991]). Autorzy przedstawili w tym opracowaniu skorygowany wpływ struktury kapitału na wartość firmy przy występowaniu podatku dochodowego od przedsiębiorstw, twierdząc, że w tych warunkach istnieje optymalny poziom finansowania przedsiębiorstwa kapitałem obcym, czyli optymalna struktura kapitału. Kluczem do analizy było uwzględnienie zróżnicowania opodatkowania (asymetria podatkowa) dochodów akcjonariuszy i wierzycieli na szczeblu przedsiębiorstwa (por. [Matin, Cox, McMinn 1988]): koszty odsetek od kapitału obcego pomniejszają podstawę wymiaru podatku dochodowego, a dywidendy i zyski zatrzymane nie (por. [Schall, Haley 1991, s. 429]). Wobec tego przy wykorzystywaniu kapitałów obcych pojawia się odsetkowa tarcza podatkowa. W sytuacji, kiedy odsetki są odejmowane od podstawy wymiaru podatku dochodowego firmy, wartość jednostki gospodarczej korzystającej z dźwigni finansowej przewyższy wartość firmy, która nie wykorzystuje kapitału obcego o skapitalizowaną wartość tarczy podatkowej (por. [Modigliani, Miller 1963]).

Wartość zadłużenia może mieć wpływ na wartość firmy, jeśli oddziałuje na jej oczekiwane roczne wpływy pieniężne lub WACC. Wprowadzając system podatkowy umożliwiający pomniejszanie podstawy wymiaru podatku o koszty finansowe w postaci odsetek od długu, M-M udowodnili, że tańszy kapitał obcy (na skutek działania odsetkowej tarczy podatkowej) wpływa na wzrost wartości firmy ogółem. Prawidłowość tę zaprezentowano na rys. 2.

Z rysunku wynika, że wartość firmy zadłużonej będzie wyższa od wartości firmy finansującej się tylko kapitałem własnym o wartość skapitalizowanej odsetkowej tarczy podatkowej, która wynosi tu 38 tys. zł. Zmieniając zatem jedynie strukturę kapitału, tj. wprowadzając dług, przedsiębiorstwo zwiększy swą wartość. Jest oczywiste, że podstawowym warunkiem jest tu płatność podatku dochodowego.

Korzystając z kapitału obcego, firma może powiększać oczekiwane roczne wpływy środków pieniężnych netto poprzez podnoszenie wartości długu w swej strukturze kapitału [Lumby 1991, s. 478]. Modigliani i Miller wykazali także zależność między kosztem kapitału akcyjnego firmy zadłużonej a kosztem kapitału akcyjnego firmy nie zadłużonej i stwierdzili, że koszt kapitału firmy zadłużonej (w tej samej klasie ryzyka) ulega zwiększeniu o premię za ryzyko (por. [Bernstein,

Wild 2000, s. 182])). Wielkość premii zależy od różnicy między kosztem kapitału akcyjnego a kosztem długu firmy bez zadłużenia, wielkości użytej dźwigni finansowej i stopy opodatkowania podatkiem dochodowym.



Prosta na wykresie została wykreślona na podstawie następujących wyliczeń:

$$V_L = V_U + DT = 500 + (200 \cdot 0,19) = 538^*.$$

* Wartości podano w tys. zł; T – stopa podatku dochodowego od osób prawnych obowiązująca w Polsce od 2004 r.

Rys. 2. Efekt wykorzystania zadłużenia do wzrostu wartości firmy według teorii M-M przy założeniu istnienia podatku dochodowego od osób prawnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Ross, Westerfield, Jordan 1998, s. 480].

Podatkowa tarcza odsetkowa ma duże znaczenie w teorii dźwigni finansowej. Powoduje ona obniżenie kosztu użycia kapitału obcego. Jeżeli stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału całkowitego, czyli rentowność kapitału całkowitego, jest wyższa niż koszt kapitału obcego, to część rentowności kapitału obcego, będąca różnicą między rentownością kapitału całkowitego a kosztami kapitału obcego, powiększa rentowność kapitału własnego. Efekt dźwigni finansowej jest oparty na następujących założeniach:

- kapitał finansujący przedsiębiorstwo składa się z kapitału obcego i kapitału własnego,
 - wierzyciele najpierw otrzymują swój udział w nadwyżce okresowej (odsetki od kapitału obcego),
 - rentowność kapitału własnego wzrasta wraz ze wzrostem wskaźnika zadłużenia tak długo, jak długo rentowność inwestycji jest wyższa od kosztu kapitału obcego.
- Dodatni efekt dźwigni finansowej zależy od spełnienia dwóch warunków:

1) rentowność całego kapitału przedsiębiorstwa (liczona jako relacja zysku przed spłatą odsetek i opodatkowaniem do kapitału ogółem) będzie wyższa od stopy oprocentowania kapitału obcego:

$$\frac{EBIT}{\text{kapitał ogółem}} \cdot 100\% > k_d \quad (1)$$

gdzie: $EBIT$ – zysk przed spłatą odsetek i opodatkowaniem,
 k_d – koszt długu;

w przeciwnym razie zysk wypracowany przez obcą część kapitału będzie niższy od należnych odsetek, które pochłonią dodatkowo część zysku wypracowanego przez kapitał własny, obniżając jego rentowność (efekt maczugi finansowej);

2) zachowanie właściwej struktury kapitału, gdyż zbyt wysoki udział kapitału obcego w kapitale ogółem może spowodować wzrost kosztów tego kapitału; rosnące zadłużenie firmy sprawia, że kapitałodawcy dążą do uzyskania dodatkowej premii za związane z tym ryzyko, co wyraża się we wzroście stopy oprocentowania pozyskanego długu i co osłabia dodatni efekt dźwigni finansowej, a w dalszej kolejności może doprowadzić do jego zaniknięcia.

Z przedstawionych warunków wynika, że dopóty, dopóki udział długu nie przekracza pewnej granicy, nie przyczynia się on do wzrostu ryzyka i żądanej przez wierzycieli, a także właścicieli przedsiębiorstwa stopy zwrotu. Wzrost udziału długu w strukturze kapitału powoduje wzrost rentowności kapitału własnego. Konsekwencją użycia tańszego kapitału obcego jest spadek średniego ważonego kosztu kapitału firmy. Fakt, że kapitał obcy jest tańszy od własnego, wynika głównie z różnic w poziomie ryzyka oraz z faktu, że odsetki od kapitału obcego pomniejszają podstawę wymiaru podatku dochodowego.

W przedstawionych rozważaniach przewijał się problem kosztu kapitału jako istotnego czynnika wyboru źródła finansowania przedsiębiorstwa. Teoria kosztów kapitałowych wywodzi się z teorii odsetek (teorii oczekiwania). Zgodnie z nią uzasadnieniem dla żądania odsetek przez wierzycieli jest ich czasowa rezygnacja z konsumpcji. Inne uzasadnienie przedstawia teoria wartości pieniądza w czasie. Według niej aktualna wartość dóbr jest wyżej szacowana niż wartość identycznych dóbr otrzymywanych w przyszłości.

Koszt kapitału obcego (długu) zależy od wysokości oprocentowania i pozostałych kosztów towarzyszących, np. prowizji i kosztów manipulacyjnych. Jeżeli dług pozyskiwany jest z kilku źródeł, to w celu ustalania jego kosztu należy określić średnią ważoną poszczególnych stóp procentowych i skorygować ją o podatkową tarczę odsetkową. Odsetki od kapitałów obcych i pozostałe koszty ich pozyskania stanowią koszt uzyskania przychodu i pomniejszają podstawę wymiaru podatku dochodowego. W związku z tym przy obliczaniu kosztu kapitału obcego rzeczywisty koszt długu wyznacza jego stopa oprocentowania i stopa podatku dochodowego:

$$k_d = k_k (1 - T) \quad (2)$$

gdzie: k_d – koszt długu,
 k_k – oprocentowanie długu,
 T – stopa podatku dochodowego (krańcowa stopa opodatkowania).

Dla przedsiębiorstwa przynoszącego straty stopa opodatkowania wynosi zero. Przy określeniu kosztu długu dla takiego przedsiębiorstwa nie uwzględnia się stopy opodatkowania i koszt długu jest równy stopie procentowej.

Ustalenie kosztu kapitału własnego w sensie rentowności oczekiwanej przez właścicieli zależy od tego, jakie inne możliwości inwestowania ma kapitałodawca (chodzi więc tu o tak zwane koszty alternatywne⁷). Ponieważ zysk przedsiębiorstwa, po opodatkowaniu, należy do jego właścicieli, to powinien im zostać wypłacony np. w formie dywidend. Jeżeli zyski zostaną zatrzymane w przedsiębiorstwie, to pojawia się koszt utraconych korzyści – właściciele firmy mogliby dostać zyski w postaci dywidendy i zainwestować pieniądze w inne akcje, obligacje, nieruchomości itp. Przedsiębiorstwo musi więc zarobić na nie podzielonych zyskach przynajmniej tyle, ile sami akcjonariusze mogliby zarobić na alternatywnych inwestycjach o porównywalnym ryzyku.

Koszt nowego zwykłego kapitału akcyjnego lub zewnętrznego kapitału akcyjnego jest wyższy niż koszt nie podzielonych zysków ze względu na koszty sprzedaży nowych akcji zwykłych.

Z przedstawionych rozważań dotyczących teorii kosztu kapitału wynika, że najtańszy dla przedsiębiorstwa jest kapitał pozyskiwany z długu, gdyż jego koszt jest korygowany o działanie odsetkowej tarczy podatkowej. Przy pozyskiwaniu kapitału wewnętrznego, zarówno z nie podzielonych zysków, jak i z emisji nowych akcji, przedsiębiorstwo nie uzyskuje oszczędności podatkowych. Dodatkowo dla kapitałodawcy wniesienie kapitału własnego (np. poprzez kupno akcji lub udziałów) obarczone jest wyższym ryzykiem. W razie upadłości firmy roszczenia właścicieli realizowane są po uregulowaniu wszystkich zobowiązań, w tym wobec wierzycieli.

Teorie wskazujące na wyższość długu w finansowaniu przedsiębiorstwa jednoznacznie określają, że firma powinna w pierwszej kolejności finansować się długiem, a następnie kapitałem z nie podzielonych zysków, a w ostatniej kolejności z nowego zewnętrznego kapitału własnego, np. z emisji nowych akcji zwykłych.

4. Podsumowanie

Na wstępie opracowania postawiono pytania, na które starano się udzielić odpowiedzi na gruncie analizy wybranych aspektów teorii finansów przedsiębiorstw. Odpowiadając na pytania dotyczące ujęcia w teorii kosztu kapitału, wskazano na

⁷ W literaturze przedmiotu koszt alternatywny definiowany jest jako oczekiwana stopa zwrotu, z której się rezygnuje, inwestując kapitał w inny wykluczający się projekt.

teorie wyboru źródeł finansowania. Przedsiębiorstwa przedkładają finansowanie kapitałem własnym, szczególnie z nie podzielonych zysków, gdyż jest to dla nich mniej ryzykowne, wykazują niechęć do poddawania się procedurom kontrolnym związanym ze zdobywaniem zewnętrznych źródeł finansowania. Finansowanie zyskiem zatrzymanym jest dla zarządu mniej wymagające i prostsze. Preferowanie finansowania wewnętrznego wynika z dążenia do izolowania się od rynków kapitałowych oraz chęci kontroli nad zasobami firmy. Innym wyjaśnieniem preferencji zysków zatrzymanych nad emisją akcji jest koszt kapitału, gdyż kapitał z zysków zatrzymanych nie pociąga za sobą kosztów emisji. Finansowanie wewnętrzne zmniejsza ryzyko wystąpienia kosztów bankructwa.

Teoria wyboru źródeł finansowania jest bliższa praktyce. Pomimo faktu, że w teorii dźwigni finansowej dowodzi się, iż korzystanie z kapitału obcego może w pewnych warunkach poprawić stopę zwrotu z kapitału własnego, firmy przedkładają finansowanie wewnętrzne nad zewnętrznym. Takie działanie przedsiębiorstw jest uzasadnione także procesami adaptacyjnymi do zmieniających się i niepewnych warunków otoczenia. Przedsiębiorstwa preferują bezpieczeństwo i swobodę działania ponad efekt dźwigni finansowej, ukształtowaną optymalną strukturę kapitału i oszczędności podatkowe.

Literatura

- Albach H., Hunsdiek E., Kokaj L., *Finanzierung mit Risikokapital*, Stuttgart 1986.
- Ashton D.J., *Corporate Financial Policy: American Analytics and U.K. Taxation*, „Journal of Business Finance and Accounting” 1991, nr 4.
- Bernstein L.A., Wild J.J., *Analysis of Financial Statements*, McGraw-Hill, New York 2000.
- Bielawska A., *Finanse przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2000.
- Bielawska A., *Polityka podziału zysku i aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw*, [w:] *Finanse, bankowość i ubezpieczenia wobec wyzwań współczesności*, T. 2, red. K. Znaniecka, Wydawnictwo AE, Katowice 2002.
- Bielawska A., *Teoretyczne przesłanki wyboru metod finansowania inwestycji*, „Ekonomista” 1995, nr 4.
- Bień W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 1998.
- Dobbins R., Frąckowiak W., Witt S.F., *Praktyczne zarządzanie kapitałami firmy*, PAANPOL, Poznań 1992.
- Durand D., *Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement*, Conference on Research in Business Finance, National Bureau of Economic Research, New York 1952.
- Franke G., Hax H., *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*, 4 Aufl. Berlin-Heidelberg 1999.
- Jensen M.C., Meckling W.M., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, nr 3.
- Lumby S., *Investment Appraisal and Financing Decision*, Chapman and Hall, London 1991.

- Malewicz A., *Zarządzanie finansami w przedsiębiorstwach państwowych i spółkach*. Cz. I: *Sprawozdawczość i analiza finansowa. Zarządzanie kapitałem*, Instytut Organizacji Przemysłu Maszynowego ORGMASZ, Warszawa 1993.
- Matin J.D., Cox S.H., McMinn R.D., *The Theory of Finance. Evidence and Applications*, The Dryden Press, Chicago 1988.
- Merton. R.C., *Influence of Mathematical Models in Finance on Practice Past, Present and Future*. [w:] *Mathematical Models in Finance*, ed. S.D. Howison, F.P. Kelly, P. Wilmott, Chapman and Hall, London 1975.
- Modigliani F., Miller M.H., *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, „American Economic Review” 1958, nr 48.
- Modigliani F., Miller M.H., *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a Correction*, „American Economic Review” 1963, nr 53.
- Moyer R.Ch., McGuigan J.R., Kretlow W.J., *Contemporary Financial Management*, West Publishing Company, St Paul 1992.
- Myers S.C., *The Capital Structure Puzzle*, „Journal of Finance” 1984, vol. 3.
- Myers S.C., Majluf N., *Corporate Financing and Investment. When Firms Have Information that Investors Do Not Have*, „Journal of Financial Economics” 1984, nr 12.
- Petty J. W. (i in.), *Basic Financial Management*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs 1993.
- Pike R., Neale B., *Corporate Finance and Investment*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs 1993.
- Pluta W., *Określenie optymalnej struktury kapitałowej firmy za pomocą zdyskontowanych przepływów gotówkowych*, „Bank i Kredyt” 1995, nr 3.
- Schall L.D., Haley Ch.W., *Introduction to Financial Management*, McGraw-Hill International Editions, New York 1991.
- Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1993.
- Shapiro A.C., *Modern Corporate Finance*, McMillan Publishing Company, New York 1990.
- Solomon E., *The Management of Corporate Capital*, Free Press, New York 1959.
- Weston J.F., Copeland T.E., *Managerial Finance*, Cassell 1992.
- Wyniki finansowe przedsiębiorstw w roku 1999 ze szczególnym uwzględnieniem polityki pieniężno - kredytowej w świetle badań ankietowych i danych GUS, NBP, Departament Analiz i Diagnoz. Materiały i Studia, zeszyt nr 110*, Warszawa 2000.
- Wybrane determinanty rozwoju rynku akcji i korporacyjnych instrumentów dłużnych w Polsce*, red. A. Grąt, P. Sobolewski, NBP, Warszawa 2005.

INTERNAL ACCUMULATION OF CAPITAL IN THE THEORY OF CORPORATE FINANCE

Summary

Economic processes that run in every enterprise are determined by capital of the firm. In the literature of the subject the issue of financing sources and financial hierarchy is broadly described. In the theory of corporate finance one can find evidence for superiority of internal over external finance and reverse. The aim of the paper is to find the answer to questions that arise from the discrepancy of conclusions that come from analysis of different financial theories.