

Jolanta Iwin-Garzyńska

Uniwersytet Szczeciński

WERYFIKACJA TEORII FINANSOWANIA W PRZEDSIĘBIORSTWACH POLSKICH

1. Wstęp

Procesy ekonomiczne zachodzące w każdym przedsiębiorstwie są determinowane posiadaniem 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 [Myers 1984, s. 575-591]. Celem opracowania jest próba odnalezienia w danych liczbowych teorii finansowania, która charakteryzuje przedsiębiorstwa w Polsce. Cel ten osiągnięty zostanie na podstawie badań empirycznych źródeł finansowania przedsiębiorstw polskich.

2. Zarys sprzeczności w teorii finansowania

Źródła finansowania dostępne przedsiębiorstwu wpływają na zakres podejmowanej przez nie działalności¹. Kolejność źródeł finansowania potwierdza teoria sformułowana przez S.C. Myersa, tj. teoria kolejności wyboru finansowania (por. [Myers 1984]). Jej wyjątkowość 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 preferują wewnętrzne źródła finansowania w stosunku do zewnętrznych, przy czym przez wewnętrzne źródła należy rozumieć zyski zatrzymane i amortyzacje, a zewnętrzne to zaciąganie długu i emisja akcji. Przedsiębiorstwa wybierają kolejne składniki kapitału, kierując się określonymi pre-

¹ Ze względu na objętość opracowania i jego cel zostaną zaprezentowane jedynie zasadnicze tezy głównych sprzecznych ze sobą teorii.

ferencjami. Źródło finansowania położone niżej na liście preferencji jest wykorzystywane dopiero wtedy, gdy bardziej preferowane źródło jest wyczerpane.

Za wyższością długu w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa przemawiają głównie teoria struktury kapitału F. Modiglianiego i M.H. Millera (MM) oraz teoria dźwigni finansowej.

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

W 1963 r. F. Modigliani i M.H. Miller opublikowali artykuł (por. [Modigliani, Miller 1963]) będący korektą teorii nieistotności struktury kapitału. Poruszyli w nim problem dotyczący określenia roli podatków w kształtowaniu polityki finansowej przedsiębiorstwa (por. [Ashton 1991]). Autorzy przedstawili 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 długu przewyższy wartość firmy, która nie wykorzystuje kapitału obcego, o skapitalizowaną wartość odsetkowej tarczy podatkowej [Modigliani, Miller 1963].

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. Tak długo jak udział długu nie przekracza pewnej granicy, nie przyczynia się on do wzrostu ryzyka, a także żądanej przez wierzycieli i 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.

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 niepodzielonych zysków, jak i z emisji nowych akcji, przedsiębiorstwo nie uzyskuje oszczędności podatkowych. W teoriach wskazujących na wyższość długu w finansowaniu przedsiębiorstwa jednoznacznie określa się, że firma powinna w pierwszej kolejności finansować się długiem, a dopiero później kapitałem z niepodzielonych zysków, a w ostatniej kolejności z nowego zeewnętrznego kapitału własnego, np. z emisji nowych akcji zwykłych.

Natomiast z przytoczonej na wstępie teorii hierarchii wynika, że przedsiębiorstwa w pierwszej kolejności nie finansują swej działalności tanim długiem, lecz wybierają kapitał najbardziej dostępny, choć zgodnie z teorią struktury kapitału MM i teorią dźwigni finansowej droższy, czyli kapitał wewnętrzny w postaci zysku netto i amortyzacji. Próba odnalezienia w strukturze finansowania polskich przedsiębiorstw teorii zostanie dokonana na podstawie danych GUS-u oraz wyników badań ankietowych².

3. Ogólna struktura finansowania przedsiębiorstwa

Próbie odnalezienia w strukturze finansowania polskich przedsiębiorstw elementów zasadniczych teorii finansowania należy rozpocząć od przedstawienia ogólnej struktury finansowania ich majątku. Odpowiednie dane zaprezentowano w tab. 1 i 2.

Tabela 1. Ogólna struktura finansowania przedsiębiorstw polskich w latach 2003-2006 (w mln zł)

	2003	2004	2005	2006
Aktywa trwałe	653 092,0	664 481,0	799 022,5	865 379,9
Aktywa obrotowe	416 933,0	465 401,0	519 381,5	591 932,8
Aktywa ogółem	1 070 025,0	1 129 882,0	1 318 404,0	1 457 312,7
Kapitały (fundusze) własne	519 588,0	601 535,0	674 822,7	744 414,2
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania, w tym:	550 437,0	528 347,0	643 581,3	712 898,5
Zobowiązania długoterminowe	184 745,0	161 875,0	163 482,5	178 634,3
Zobowiązania krótkoterminowe	365 692,0	366 472,0	381 431,6	425 933,6
Pasywa ogółem	1 070 025,0	1 129 882,0	1 318 404,0	1 457 312,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS-u [Internet 1].

² Badania ankietowe realizowane były w ramach projektu badawczego KBN pt. *Podatkowa tarcza amortyzacyjna a wartość inwestycji rzeczowych przedsiębiorstw*, zarejestrowanego po numerem: 2 H02C 09822.

Tabela 2. Struktura kapitału w przedsiębiorstwach polskich

Rok	Kapitały ogółem (w mln zł)	Struktura (kap. ogółem = 100)	Kapitały własne (w mln zł)	Kap. własne/kap. ogółem	Zobowiązania ogółem (w mln zł)	Dług/kap. ogółem
2003	1 070 025,0	1,0000	519 588,0	0,4856	550 437,0	0,5144
2004	1 129 882,0	1,0000	601 535,0	0,5324	528 347,0	0,4676
2005	1 318 404,0	1,0000	674 822,7	0,5118	643 581,3	0,4882
2006	1 457 312,7	1,0000	744 414,2	0,5108	712 898,5	0,4892

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS-u [Internet 1].

Z danych zawartych w tab. 1 i 2 trudno jest odczytać strategię finansowania firmy zgodną z którąś z przedstawionych teorii. Przedsiębiorstwa w równej mierze wykorzystują kapitał własny i kapitał obcy. Można jednak skłonić się ku teorii hierarchii, zgodnie z którą firmy w pierwszej kolejności wykorzystują kapitał własny, a dopiero gdy źródło to zostanie wyczerpane, uzupełniają środki finansowe o dług w postaci zobowiązań długo- i krótkoterminowych.

Tabela 3. Struktura finansowania i struktura kapitału według kryterium odpłatności kapitału (w mln zł)

Rok	Zobowiązania ogółem	Zobowiązania odpłatne						Zobowiązania nieodpłatne		
		długoterminowe			krótkoterminowe			z tytułu dostaw i usług	z tytułu podatków, cel i ubezp. społ.	z tytułu wynagrodzeń
		razem	kredyty i pożyczki	z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	razem	kredyty i pożyczki	z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych			
2004	612 985,5	161 875,4	102 941,1	5 602,8	366 471,7	86 395,4	6 692,6	182 874,8	34 887,8	5 561,6
2005	643 581,3	163 482,5	110 567,6	6 432,2	381 431,6	89 495,4	5 953,8	200 713,8	35 491,3	5 307,1
2006	712 898,5	178 634,3	123 842,8	5 914,1	425 933,6	101 169,7	7 452,9	222 683,3	39 565,2	5 877,4

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS-u [Internet 1].

Przedstawiona w tab. 2 struktura finansowania przedsiębiorstw nie jest zgodna z teorią F. Modiglianiego i M.H. Millera. Według tych autorów, najistotniejszą cechą długu jako elementu struktury kapitału jest związana z zaciągniętymi zobowiązaniami płatność oprocentowania. Oprocentowanie kredytu, obligacji lub bonów to koszty finansowe, które zmniejszają podstawę opodatkowania podatkiem dochodo-

Tabela 4. Kapitały odpłatne i nieodpłatne w strukturze kapitałów ogółem

Rok	Kapitały ogółem (w mln zł)	Zobowiązania ogółem (w mln zł)	Zobowiązania odpłatne			Zobowiązania nieodpłatne		
			zobowiązania odpłatne razem (w mln zł)	zobow. odpł./zobow. ogółem	zobow. odpł./kap. ogółem	zobowiązania nieodpłatne razem (w mln zł)	zobow. nieodpłatne/zobow. ogółem	zobow. nieodpłatne/kap. ogółem
2004	1 129 882,0	612 985,5	201 631,9	0,3289	0,1785	223 324,2	0,3643	0,1977
2005	1 318 404,0	643 581,3	212 449,0	0,3301	0,1611	241 512,2	0,3753	0,1832
2006	1 457 312,7	712 898,5	238 379,5	0,3344	0,1636	268 125,9	0,3761	0,1840

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS-u [Internet 1].

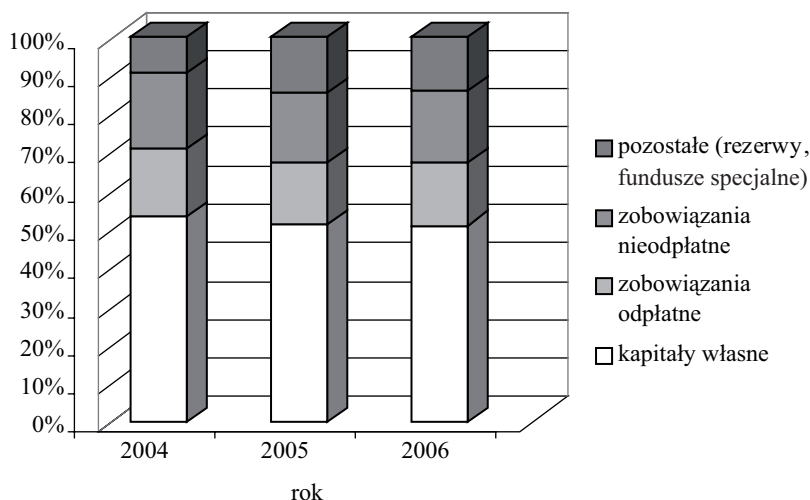
wym. Finansowanie przedsiębiorstwa długiem daje oszczędności podatkowe, czyli występuje wówczas podatkowa tarcza odsetkowa. Jej idea jest bazą teorii struktury kapitału MM (por. [Iwin-Garzyńska 2006, s. 21]). Zatem aby zbadać strukturę kapitału zgodnie z teorią F. Modiglianiego i M.H. Millera, należy wyłączyć ze struktury finansowania zobowiązania krótkoterminowe, od których przedsiębiorstwo nie płaci odsetek. Odpowiednie dane zawarto w tab. 3 i 4.

Z danych zawartych w tab. 3 i 4 wynika, że w strukturze zobowiązań przedsiębiorstw w Polsce środki z kapitałów odpłatnych są niemal równe środkom pozytywnym ze źródeł nieodpłatnych, czyli głównie z kredytu kupieckiego, zobowiązań z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń społecznych oraz z tytułu wynagrodzeń. W analizowanych latach to właśnie środki nieodpłatne miały coraz większe znaczenie w strukturze finansowania. Można stąd wnioskować, że przedsiębiorstwa polskie dostrzegają istotę kosztu kapitału, ale nie kierują się tu walorami podatkowej tarczy odsetkowej. Odpłatne zobowiązania stanowiły w strukturze kapitału ogółem zaledwie 16-17%. W tabeli 5 i na rys. 1 przedstawiono strukturę kapitałów ogółem przedsiębiorstw polskich.

Tabela 5. Struktura kapitałów ogółem przedsiębiorstw polskich

Rok	Kapitały ogółem	Kapitały własne	Zobowiązania odpłatne	Zobowiązania nieodpłatne	Pozostałe (rezerwy, fundusze specjalne)
2004	1,0	0,5324	0,1785	0,1976	0,0915
2005	1,0	0,5118	0,1612	0,1832	0,1438
2006	1,0	0,5108	0,1636	0,1840	0,1416

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych tab. 4.



Rys. 1. Struktura źródeł finansowania przedsiębiorstw polskich

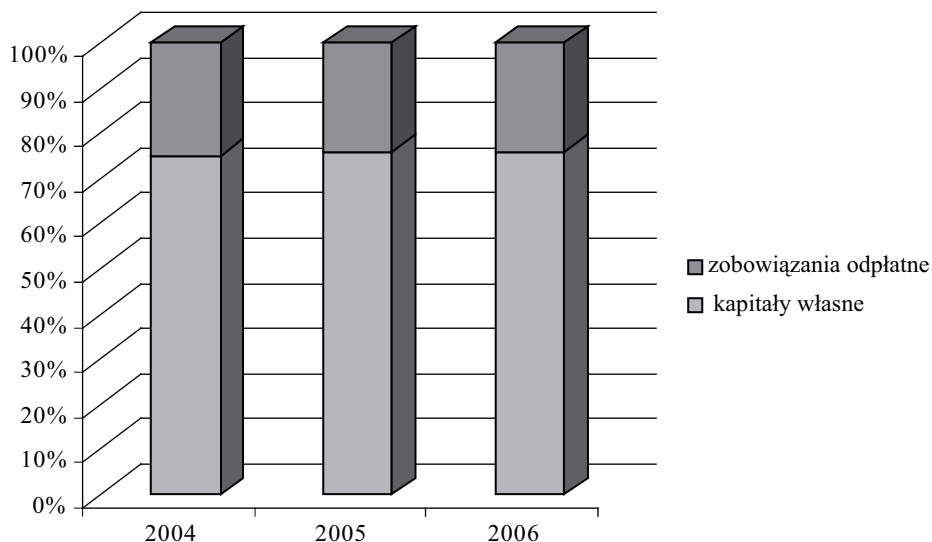
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z tab. 5.

Zaobserwowane prawidłowości są zbieżne z wnioskami z badań ankietowych przeprowadzonych przez Departament Systemu Finansowego NBP (por. [Grą, Sobolewski 2005, s. 12]). Wynika z nich, 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, a w dalszej kolejności długiem (szczególnie zobowiązaniami z tytułu dostaw i usług, a następnie z kredytu bankowego). Aby w możliwie największym stopniu zbadać strukturę kapitału przedsiębiorstw polskich, należy wyłączyć ze struktury finansowania nieodpłatne źródła finansowania, a wartość kapitałów ogółem przedstawić jako sumę kapitałów własnych i odpłatnego długu. Odpowiednie dane przedstawiono w tab. 6 i na rys. 2.

Tabela 6. Kapitał własny i odpłatny dług jako kapitały w przedsiębiorstwach polskich

Rok	Kapitały ogółem (według teorii MM kapitał własny + odpłatny dług) – w mln zł	Kapitały własne – w mln zł	Kap. własne/kap. ogółem	Zobowiązania odpłatne razem – w mln zł	Zobow.odpł./kap. ogółem
2004	803 166,5	601 534,6	0,7490	201 631,9	0,2510
2005	887 271,7	674 822,7	0,7606	212 449,0	0,2394
2006	982 793,7	744 414,2	0,7574	238 379,5	0,2426

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych tab. 4.



Rys. 2. Struktura kapitału przedsiębiorstw polskich według teorii MM

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z tab. 6.

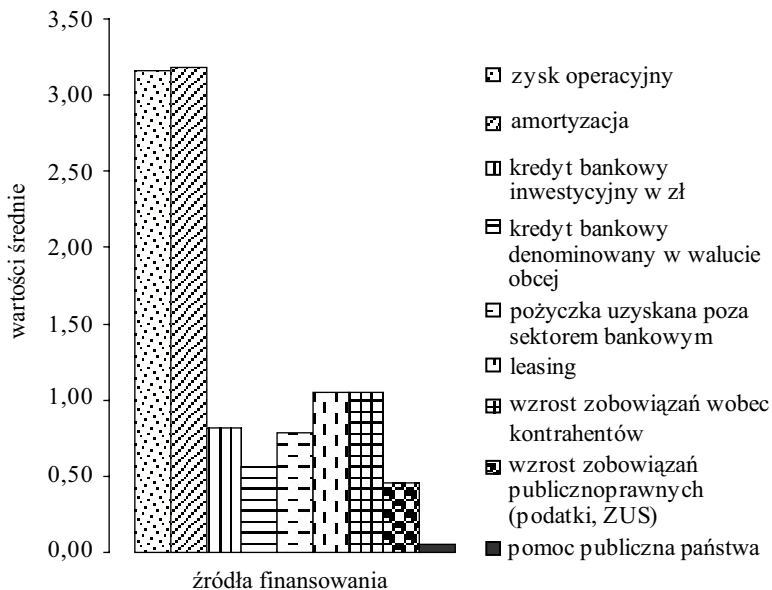
Z danych zawartych w tab. 6 i zilustrowanych na rys. 2 jednoznacznie wynika, że teoria struktury kapitału F. Modiglianiego i M.H. Millera nie znajduje potwierdzenia w strukturze kapitału przedsiębiorstw polskich. Po skorygowaniu struktury finansowania o nieodpłatne zobowiązania jeszcze bardziej uwidoczniły się preferencje przedsiębiorstw do finansowania kapitałem własnym. Można stąd wnioskować, że przedsiębiorstwa polskie nie dostrzegają kosztu kapitału własnego i wybierają kapitał najbardziej dostępny, czyli kapitał własny, co charakterystyczne jest dla teorii hierarchii. Przedsiębiorstwa preferują wewnętrzne źródła finansowania, czego dowodzić może ponad 50-procentowy udział kapitału własnego w kapitale ogółem. Potwierdzają to także badania ankietowe. W tabeli 7 przedstawiono znaczenie źródeł finansowania przedsiębiorstw polskich.

Z danych zawartych w tab. 7 wynika, że zysk operacyjny i amortyzacja postrzegane są jako najważniejsze źródła finansowania działalności przedsiębiorstw. Z przeprowadzonych badań wynika także, że amortyzacja wspomaga środki pochodzące z zatrzymanych zysków, na których największe znaczenie wskazało 49% badanych przedsiębiorstw. Jednocześnie firmy, dla których najistotniejsza jest nadwyżka finansowa, czyli zysk operacyjny plus amortyzacja, określiły jako niskie znaczenie kredytu bankowego w finansowaniu ich działalności. Dane z tab. 7 zilustrowano na rys. 3.

Tabela 7. Znaczenie źródeł finansowania przedsiębiorstw (0 – źródło najmniej istotne; 5 – źródło najistotniejsze)

	0	1	2	3	4	5	Razem
Zysk operacyjny	25%	3%	11%	2%	10%	49%	100%
Amortyzacja	16%	10%	5%	15%	16%	38%	100%
Kredyt bankowy inwestycyjny w zł	70%	7%	7%	8%	3%	5%	100%
Kredyt bankowy denominowany w walucie obcej	84%	2%	3%	3%	3%	5%	100%
Pożyczka uzyskana poza sektorem bankowym	79%	3%	0%	7%	2%	10%	100%
Leasing	64%	7%	8%	8%	8%	5%	100%
Wzrost zobowiązań wobec kontrahentów	54%	16%	15%	3%	8%	3%	100%
Wzrost zobowiązań publicznoprawnych (podatki, ZUS)	84%	5%	3%	2%	3%	3%	100%
Pomoc publiczna państwa	95%	5%	0%	0%	0%	0%	100%
Dotacje	90%	3%	3%	2%	0%	2%	100%
Umorzenie płatności podatkowych	100%	0%	0%	0%	0%	0%	100%
Poręczenia kredytów, pożyczek	100%	0%	0%	0%	0%	0%	100%
Preferencje podatkowe	95%	2%	0%	3%	0%	0%	100%
Inne	98%	2%	0%	0%	0%	0%	100%
Inne	97%	0%	0%	0%	0%	3%	100%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ankietowych.



Rys. 3. Znaczenie źródeł finansowania działalności przedsiębiorstw według wartości średnich (od 0 – źródło najmniej istotne do 5 – źródło najbardziej istotne)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych tab. 7.

Dane zilustrowane na rys. 3 potwierdzają wcześniejsze spostrzeżenia. Nadwyżka finansowa jest najważniejszym źródłem finansowania działalności przedsiębiorstw. Można by na tej podstawie wysunąć wniosek, że przedsiębiorstwa ankietowane potwierdzają teorię hierarchii.

4. Podsumowanie

Celem opracowania była próba odnalezienia w strukturze finansowania polskich przedsiębiorstw idei teorii finansowania, w których wskazuje się z jednej strony, że przedsiębiorstwa kierują się hierarchią źródeł finansowania i wybierają wewnętrzne źródła finansowania, a z drugiej strony, że powinny wykorzystywać dług, który dzięki działaniu podatkowej tarczy odsetkowej jest kapitałem tańszym od kapitału własnego. Z przeprowadzonych badań wynika, że przedsiębiorstwa preferują finansowanie kapitałem własnym, szczególnie z niepodzielonych 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. Dowodzi to także, że nie dostrzegają oni kosztu kapitału własnego oraz działania podatkowej tarczy odsetkowej. Zatem w strukturze finansowania polskich przedsiębiorstw widoczna jest teoria hierarchii.

Teoria wyboru źródeł finansowania jest bliższa praktyce. Pomimo 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 zewnętrzne. Takie działanie przedsiębiorstw jest uzasadnione także ze względu na procesy adaptacyjne 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

- Ashton D.J., *Corporate financial policy: American analytics and U.K. taxation*, „Journal of Business Finance and Accounting” 1991 nr 4.
- Grąt A., Sobolewski P. (red.), *Wybrane determinanty rozwoju rynku akcji i korporacyjnych instrumentów dłużnych w Polsce*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2005.
- Iwin-Garzyńska J., *O finansowej istocie kapitału. Esej*. Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2006.
- Matin J.D., Cox S.H., McMinn R.D., *The Theory of Finance. Evidence and Applications*, The Dryden Press, Chicago 1988.
- Modigliani F., Miller M.H., *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*, „American Economic Review” 1963 nr 53.

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.

Myers S.C., *The capital structure puzzle*, „Journal of Finance” 1984 vol. 3, s. 575-591.

Schall L.D., Haley Ch.W., *Introduction to Financial Management*, McGraw-Hill International Editions, New York 1991, s. 429.

Źródła internetowe

[1] www.stat.gov.pl.

THE VERIFICATION OF FINANCE THEORIES ON THE EXAMPLE OF POLISH ENTERPRISES

Summary

The aim of this article is to find ideas of finance theories in the structure of financing Polish enterprises. These theories show that firms are driven by financing hierarchy and prefer internal sources of financing. But on the other hand firms should use debt which thanks to tax shield is cheaper than equity. The research proved that enterprises prefer equity financing, safety and freedom of choice to financial leverage effect, optimal capital structure and tax savings.