

EWA CHOJNACKA

Uniwersytet Technologiczno-Przyrodniczy

im. Jana i Jędrzeja Śniadeckich

Bydgoszcz

CZYNNIKI WPŁYWAJĄCE NA POZYSKIWANIE KAPITAŁU WŁASNEGO¹

1. Wprowadzenie

Dążenie do rozpoznania czynników wpływających na poziom kapitału własnego² wpisuje się w szerszą problematykę determinant struktury kapitału. W literaturze przedmiotu istnieje wiele teorii struktury kapitału, które podkreślają znaczenie różnych czynników określających optymalny poziom zadłużenia w przedsiębiorstwie. Tymczasem wydaje się, iż rozpoznanie czynników wpływających na zewnętrzny kapitał własny, w szczególności w odniesieniu do publicznych spółek akcyjnych jest także istotnym elementem problematyki kształtowania struktury kapitału. W artykule zostały przedstawione i omówione wyniki badania, mającego na celu identyfikację, które ze wskazywanych przez teorię determinant decyzji o pozyskaniu kapitału własnego są ważne, w ocenie osób zarządzających finansami w publicznych spółkach akcyjnych w Polsce.

2. Metodyka badania

Badanie ankietowe zostało przeprowadzone w okresie od listopada 2009 do stycznia 2010 roku, na próbie 298 celowo dobranych spółek akcyjnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Wybór spółek był podyktowany dwoma założeniami. Po pierwsze, aby zagwarantować, że badaniu podlegają spółki, które mają chociaż minimalne doświadczenie w funkcjonowaniu na rynku publicznym, do badania zostały zakwalifikowane wyłącznie te, których pierwsza oferta publiczna miała miejsce do końca 2008 r. Po drugie, zgodnie z metodyką przyjmowaną na rozwiniętych rynkach finansowych, wykluczone zostały spółki z sektora finansowego, ponieważ nie odnoszą się do nich teorie struktury kapitału.

Przeprowadzone badania wpisują się w nurt badań rozpoczętych przez J.R. Grahama i C.R. Harveya³ w Stanach Zjednoczonych. W oparciu o przegląd istniejących teorii i koncepcji autorzy sformułowali szereg determinant struktury kapitału. Opracowany przez nich kwestionariusz został wykorzystany w kolejnych badaniach przeprowadzonych w Europie.

¹ Praca naukowa finansowana ze środków na naukę w latach 2009-2011 jako projekt badawczy nr N N113 242036.

² Kategoria kapitału własnego obejmuje wewnętrzny kapitał własny w postaci zysku zatrzymanego oraz zewnętrzny kapitał własny. W niniejszym artykule zwrócono uwagę na czynniki wpływające na pozyskiwanie zewnętrznego kapitału własnego.

³ J.R. Graham, C.R. Harvey, *The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field*, "Journal of Financial Economics", 2001, nr 60, s. 1-53.

F. Bancel i U.R. Mittoo⁴ na przełomie 2001 i 2002 roku przebadali przedsiębiorstwa z szesnastu krajów europejskich, zaś D. Brounen, A. de Jong, K. Koedijk⁵ na przełomie 2002 i 2003 roku przeprowadzili badania w czterech wybranych krajach europejskich: Wielkiej Brytanii, Holandii, Niemczech oraz Francji.

Kwestionariusz zawierał między innymi pytania dotyczące czynników wpływających na moment pozyskania kapitału własnego. Respondenci ocenili każdy czynnik w skali punktowej od 0 (nieważny) do 4 (bardzo ważny). W oparciu o dokonane oceny została wyliczona średnia a także wskazano liczbę respondentów, którzy ocenili dany czynnik jako ważny lub bardzo ważny. Jako ważne zostały uznane te czynniki, dla których średnia wszystkich ocen osiągnęła wartość powyżej wartości środkowej w przyjętej skali.

W badaniu wzięli udział zarządzający z 30 spółek (budownictwo 3 spółki, handel 5, informatyka 2, przemysł 19, usługi 1). Otrzymano zwrot na poziomie 10,1%, który w ujęciu względnym zbliżony jest do poziomu uzyskanego w badaniach odnoszących się do rynków zagranicznych⁶.

Uzyskane wyniki zostały przeanalizowane ze względu na wybrane charakterystyki spółek akcyjnych. Do analizy szczegółowej wykorzystano m.in. następujące charakterystyki spółek:

- wielkość spółek – przyjęto podział na duże i małe spółki, przy czym za duże przedsiębiorstwa uznano te podmioty, których wartość aktywów ogółem na koniec 2008 r. była wyższa lub równa medianie wartości aktywów dla wszystkich badanych spółek akcyjnych;
- poziom aktualnego zadłużenia – badane spółki zostały podzielone na dwie grupy o wyższym i niższym udziale kapitału obcego w aktywach ogółem; za wysoki udział przyjęto wartość równą lub większą medianie zadłużenia odsetkowego badanych spółek na koniec 2008 r.;
- prowadzona polityka dywidendy – analizowane spółki zostały podzielone na wypłacające dywidendę lub nie.

3. Wyniki badania

Rozważane czynniki zostaną omówione w kolejności uwzględniającej ich ważność wskazaną w ocenie wszystkich respondentów. Tabela 1 przedstawia ważność czynników wpływających na pozyskanie kapitału własnego dla wszystkich respondentów, a także w podziale na respondentów ze spółek o wybranych charakterystykach.

⁴ F. Bancel, U.R. Mittoo, *Cross-Country determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms*, "Financial Management", 2004, nr 4, s. 103–132.

⁵ D. Brounen, A. de Jong, K. Koedijk, *Capital structure policies in Europe: Survey Evidence*, "Journal of Banking & Finance", 2006, nr 30, s. 1409–1442.

⁶ J.R. Graham i C.R. Harvey uzyskali zwrot ankiet na poziomie 9%, zaś F. Bancel i U.R. Mittoo 12%.

Tabela 1. Ważność czynników wpływających na pozyskanie kapitału własnego

	Liczba odpowiedzi ważne i b. ważne	Średnia	Wielkość spółki		Udział kapitału obcego		Wyplata dywidendy	
			mała	duża	niski	wysoki	tak	nie
Wzrost cen akcji na rynku pozwala na uzyskanie wysokiej ceny nowej emisji akcji	24	3,10	3,33	2,87	3,07	3,13	2,75	3,33
Emisja akcji to najmniej ryzykowne źródło kapitału	16	2,43	2,87	2,00	2,80	2,07	2,25	2,56
Rozwodnienie akcji determinujące strukturę własności spółki	14	2,43	2,00	2,87	2,53	2,33	2,58	2,33
Skala przewartościowania / niedowartościowania akcji na rynku	11	2,20	2,00	2,40	2,00	2,40	2,17	2,22
Emisja akcji to najtańsze źródło kapitału	11	1,90	2,40	1,40	2,27	1,53	1,92	1,89
Emisja akcji dla zrealizowania programów pracowniczych, takich jak: opcje na akcje, opcje menedżerskie i inne	10	1,90	2,20	1,60	1,67	2,13	1,67	2,06
Emisja akcji stanowi dla inwestorów sygnał o lepszych perspektywach rozwoju spółki niż zwiększanie zadłużenia	8	1,83	2,00	1,67	2,20	1,47	1,75	1,89
Emisja pozwala na utrzymanie docelowej struktury wskaźnika kapitału obcego do własnego	11	1,70	2,00	1,40	1,60	1,80	1,25	2,00
Niewystarczająca wysokość ostatnich zysków do finansowania działalności	10	1,60	1,67	1,53	1,87	1,33	1,50	1,67
Niezdolność do pozyskania funduszy wykorzystując dług, dług zamienny czy inne źródła	8	1,60	1,67	1,53	1,67	1,53	1,42	1,72
Obniżenie wskaźnika zysku na jedną akcję	8	1,30	0,87	1,73	1,20	1,40	1,25	1,33
Uregulowania systemu podatkowego w zakresie opodatkowania dochodów z zysków kapitałowych względem dochodów z dywidend	4	1,20	1,53	0,87	1,13	1,27	1,00	1,33
Utrzymywanie takiej ilości kapitału własnego, jaka jest w innych firmach w sektorze	2	0,87	0,87	0,87	0,87	0,87	0,83	0,89

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników badań ankietowych dotyczących spółek akcyjnych.

W ocenie respondentów najważniejszym czynnikiem wpływającym na moment pozyskania kapitału własnego jest wzrost cen akcji na rynku, który pozwala na uzyskanie wysokiej ceny nowej emisji akcji. Dwadzieścia cztery osoby wybrały ocenę ważną lub bardzo ważną, zaś średnia wszystkich ocen wyniosła 3,10. Wyżej ocenili ten czynnik zarządzający z małych spółek (w literaturze przyjmuje się, że małe spółki mogą być bardziej narażone na problem asymetrii informacji) oraz ze spółek niewypłacających dywidendy. Takie wskazania wśród wymienionych grup spółek mogą być związane z budowaniem rezerwowej pojemności zadłużeniowej. Chodzi tu o spojrzenie na problem wyboru momentu emisji akcji w kontekście dynamicznego ujęcia zmodyfikowanej teorii hierarchii źródeł finansowania. Zgodnie z tym ujęciem, jeżeli warunki przeprowadzenia emisji są korzystne ze względu na koszty asymetrii informacji, to przedsiębiorstwa mogą emitować kapitał własny w celu zachowania pojemności zadłużeniowej na przyszłość⁷. Za takie należy uznać okresy zmniejszonej asymetrii informacji, związane z okresowymi publikacjami sprawozdań finansowych, jak również towarzyszący temu (po ujawnieniu dobrych wyników) wzrost cen akcji⁸. Asymetria informacji, występująca między zarządzającymi w przedsiębiorstwie, a inwestorami na rynku może bowiem zwiększać koszt pozyskania kapitału własnego.

Należy jednak podkreślić, że wyciąganie wniosków w tym zakresie musi być ostrożne. Wydaje się bowiem, że wpływ wzrostu cen akcji na rynku na decyzję o nowej emisji należy raczej interpretować jako potwierdzenie dążenia do wykorzystania przewidywanych, krótkoterminowych zmian zachodzących na rynku, zgodnie z tzw. hipotezą *market timing*⁹. Mówi ona, iż firmy emitują papiery wartościowe w zależności od stopnia niewłaściwej wyceny kapitału własnego na rynku. Gdy ceny są wysokie, firmy emitują kapitał własny i – w mniejszym stopniu – kapitał obcy. Dowodzi to, że decyzje w zakresie emisji papierów wartościowych nie są wywołane jedynie potrzebami inwestycyjnymi, ale także możliwymi do uzyskania stopami zwrotu.

W ocenie respondentów emisja akcji to najmniej ryzykowne źródło kapitału. Korzystanie z kapitału własnego nie powoduje powstania stałych, obowiązkowych płatności zmniejszających przepływy pieniężne. Dodatkowo wynagrodzenie dla akcjonariuszy w postaci wypłaty dywidendy ma charakter rezydualny. Ponadto pozyskany kapitał własny może zostać przeznaczony na dowony cel.

W badaniu szesnastu respondentów oceniło, że niskie ryzyko kapitału własnego jest ważnym lub bardzo ważnym czynnikiem wpływającym na decyzję o emisji akcji. Średnia wszystkich ocen wyniosła 2,43. Jest to drugi co do ważności czynnik wpływający na decyzję o emisji kapitału własnego. Warto zauważyć, że czynnik ten został lepiej oceniony w grupie małych spółek (średnia ocena 2,87 względem 2,00 w grupie dużych spółek). Przyjmując, że działalność mniejszych podmiotów jest bardziej ryzykowna, mogą być one bardziej skłonne do korzystania z bezpiecznych źródeł kapitału, a takim, w ocenie zarządza-

⁷ Teoria hierarchii źródeł finansowania wskazuje, w jaki sposób przedsiębiorstwa finansują działalność funkcjonując na niedoskonałym rynku, na którym wstępuje problem asymetrii informacji. Natomiast jej dynamiczne ujęcie bierze pod uwagę możliwość zmiany poziomu asymetrii informacji w czasie.

⁸ R.A. Korajczyk, D.J. Lucas, R.L. McDonald, *Equity Issues with Time-Varying Asymmetric Information*, „*Journal of Financial and Quantitative Analysis*” 1992, vol. 27, nr 3, s. 397–417.

⁹ Por.: M. Baker, J. Wurgler, *Market Timing and Capital Structure*, „*Journal of Finance*” 2002, vol. 57, nr 1, s. 1–32.

jących jest emisja akcji. Wyższa ocena wystąpiła także w grupie spółek o niskim poziomie kapitału obcego, co może stanowić potwierdzenie, że zarządzający korzystają z emisji akcji, uważając ją za najmniej ryzykowne źródło kapitału.

W literaturze przedmiotu modele ukazujące zależność między strukturą kapitału a prawdopodobieństwem przejścia spółki biorą pod uwagę niesymetryczność istniejących instrumentów pozyskiwania kapitału, dotyczącą udzielania prawa głosu. Instrumenty kapitału własnego dają prawo głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, natomiast instrumenty kapitału obcego takiego prawa nie dają. W konsekwencji decyzje w zakresie struktury kapitału mogą wpływać na strukturę własności spółki¹⁰. Stąd w kwestionariuszu ankiety zbadano ważność zależności między emisją akcji, a rozwodnieniem akcji, co wpływa na strukturę własności spółki. Respondenci uznali, iż rozwodnienie akcji, determinujące strukturę własności, jest ważnym czynnikiem wpływającym na decyzję o emisji akcji. Czternaście osób oceniło ten czynnik jako ważny lub bardzo ważny, zaś średnia wszystkich ocen wyniosła 2,43. Zdaniem badanych osób jest to trzecia co do ważności determinanta decyzji o emisji akcji. Pogłębiona analiza pokazuje, że czynnik ten został wyżej oceniony przez zarządzających z dużych spółek, ze spółek o niskim udziale kapitału obcego, a także spółek wypłacających dywidendę.

Jedną z teorii struktury kapitału – teoria hierarchii źródeł finansowania – wskazuje, że zarządzający, mając na względzie interesy dotychczasowych właścicieli, będą pozyskiwali zewnętrzny kapitał własny, gdy akcje danej spółki są przewartościowane na rynku. Oznacza to bowiem pewną stratę dla nowych właścicieli, kiedy rynkowa wartość akcji zostanie skorygowana, po pojawieniu się nowych informacji na rynku. Respondenci ocenili, że przewartościowanie/niedowartościowanie akcji na rynku jest czwartym co do ważności czynnikiem wpływającym na decyzję o pozyskaniu kapitału własnego. Jedenastu respondentów uznało go za ważny lub bardzo ważny, zaś średnia wszystkich odpowiedzi wyniosła 2,20. Należy jednak zauważyć, że jest to także zgodne z przedstawioną powyżej hipotezą *market timing*.

Niski koszt kapitału własnego nie został uznany za ważny czynnik wpływający na decyzję o emisji akcji. Jedenaście osób oceniło ten czynnik jako ważny lub bardzo ważny, natomiast średnia wszystkich ocen wyniosła 1,90. Wyższe oceny wystąpiły w grupie mniejszych spółek (2,40 względem 1,40 w dużych spółkach), w odniesieniu do których może wystąpić sytuacja, w której wyższe ryzyko działalności wpływa na koszt kapitału obcego, przez co koszt kapitału własnego może być relatywnie korzystny. W tym kontekście taką ocenę wszystkich respondentów można również zinterpretować w ten sposób, iż nie podzielają oni zdania, że koszt kapitału własnego jest niski. W literaturze przedmiotu wskazuje się, że koszt kapitału obcego jest niższy, między innymi ze względu na możliwość zaliczenia płaconych odsetek do kosztów uzyskania przychodu, jak również ze względu na wyższe bezpieczeństwo przepływów pieniężnych otrzymywanych przez wierzycieli, związanych ze spłatą kapitału obcego.

Zdaniem respondentów plany emisji akcji w ofercie skierowanej do pracowników również nie stanowią ważnej determinanty emisji akcji. Dziesięć osób wskazało ocenę ważną lub bardzo ważną, natomiast średnia wszystkich ocen wyniosła 1,90. Czynnik ten uzyskał wyższą ocenę w grupie małych spółek, spółek o wysokim udziale kapitału obcego oraz wśród spółek nie wypłacających dywidendy.

¹⁰ Szerzej w: J. Gajdka, *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wyd. UŁ, Łódź 2002, s. 261.

Zgodnie z założeniem teorii sygnałów, poprzez odpowiednie decyzje, między innymi w zakresie struktury kapitału, zarządzający chcą przekazywać na rynek wewnętrzne informacje dotyczące bieżącej sytuacji finansowej czy też perspektywy rozwoju przedsiębiorstwa. W kwestionariuszu respondenci ocenili ważność decyzji o emisji akcji jako sygnału dla inwestorów o lepszych perspektywach rozwoju spółki niż zwiększenie zadłużenia. (Jednak należy zwrócić uwagę, że zgodnie ze wskazaną teorią sygnałów decyzja o pozyskaniu kapitału własnego stanowi dla rynku sygnał negatywny). Zdaniem badanych osób decyzje w zakresie pozyskiwania kapitału własnego, jako sygnału o wewnętrznych informacjach, nie jest ważną determinantą struktury kapitału. Osiem osób uznało, że emisja akcji jako sygnał lepszych perspektyw spółki jest ważnym lub bardzo ważnym czynnikiem wpływającym na pozyskanie kapitału własnego, zaś średnia uzyskanych ocen wyniosła 1,83.

Dążenie do osiągnięcia docelowej struktury kapitału, czyli takiej relacji kapitału obcego do kapitału własnego, która maksymalizuje wartość firmy dla właścicieli, jest przypisywane teorii substytucji. Docelowa struktura kapitału może być tworzona zarówno przez odpowiednie zmiany kapitału obcego, jak i kapitału własnego. Wśród czynników wpływających na decyzję o emisji akcji respondenci mieli ocenić znaczenie możliwości utrzymania w ten sposób docelowej struktury kapitału. Jedenastu respondentów uznało ten czynnik za ważny lub bardzo ważny, zaś średnia wszystkich ocen wyniosła 1,70. Wydaje się więc, że dążenie do osiągnięcia i utrzymania optymalnej struktury kapitału, między innymi poprzez odpowiednie emisje akcji w odczuciu respondentów nie jest ważną determinantą struktury kapitału.

W odniesieniu do kolejnego czynniki respondenci uznali, iż to, że wysokość ostatnich zysków jest niewystarczająca do finansowania działalności nie jest ważnym czynnikiem wpływającym na decyzję o emisji akcji. Jedynie w opinii dziesięciu respondentów jest to czynnik ważny lub bardzo ważny, zaś średnia ocena wyniosła 1,60. Na kolejność korzystania z poszczególnych źródeł finansowania wskazuje przywołana wcześniej teoria hierarchii źródeł finansowania. Jednak zgodnie z teorią zewnętrzny kapitał własny powinien zostać pozyskany, gdy wewnętrzne źródła finansowania zostały wykorzystane, a także, gdy przedsiębiorstwo nie może swobodnie pozyskać kapitału obcego. Zatem badana zależność (emisja akcji ze względu na niewystarczające wypracowane zyski) nie odzwierciedla dokładnej kolejności wskazanej przez teorię, stąd taki wynik można uznać za zgodny z teorią hierarchii źródeł finansowania. Jednakże przeciętnie na takim samym poziomie ważności respondenci ocenili działanie, że emisja akcji jest związana z niezdolnością do pozyskania funduszy za pomocą długu, długu zamiennego czy innych źródeł, co wynika z założeń rozważanej teorii. Ośmiu respondentów uznało to za czynnik ważny lub bardzo ważny, zaś średnia ocena wyniosła 1,60.

W literaturze podkreśla się, że część zarządzających wyraża błędne przekonanie, iż emisja akcji powoduje rozwodnienie wskaźnika EPS¹¹, przez co stanowi to ważny czynnik wpływający na strukturę kapitału. J.R. Graham i C.R. Harvey zwracają uwagę, iż nie dochodzi do rozwodnienia wskaźnika EPS, jeżeli spółka osiąga określony poziom rentowności nowego kapitału¹². W ocenie respondentów rozwodnienie wskaźnika EPS nie jest ważną

¹¹ EPS – (ang. *earnings per share*) wskaźnik zysku netto przypadającego na jedną akcję.

¹² J.R. Graham, C.R. Harvey, *op.cit.*, s. 19.

determinantą wpływającą na decyzję o emisji akcji (średnia wszystkich ocen wyniosła 1,30).

Podobnie, uwzględniane w modelu M. Millera uregulowania w zakresie opodatkowania dochodów z zysków kapitałowych względem dochodów z dywidend zostały uznane za mało ważny czynnik wpływający na pozyskanie kapitału własnego (czynnik ten uzyskał średnią ocenę 1,20).

Wreszcie, w ocenie respondentów nie znalazła również potwierdzenia opinia, iż poziom kapitału własnego zależy od sektora, w którym przedsiębiorstwo funkcjonuje¹³. Zgodnie z uzyskanymi wynikami poziom kapitału własnego w innych firmach w sektorze nie jest ważną determinantą struktury kapitału (średnia ocena 0,87).

4. Wyniki badania w Polsce na tle wyników badań światowych

Posłużenie się pytaniami z wcześniejszych badań pozwoliło na odniesienie uzyskanych wyników do tych dotyczących rynków zagranicznych. Należy w tym miejscu zauważyć, iż wszystkie badania światowe odbyły się w różnych momentach czasowych, w odmiennych uwarunkowaniach makroekonomicznych, zaś badane przedsiębiorstwa charakteryzowały się przynależnością do różnych sektorów działalności. W konsekwencji powoduje to niemożność porównywania otrzymanych wyników. Jednakże warto zaprezentować rezultaty przeprowadzonej ankiety także na tle wyników badań światowych.

Tabela 2 przedstawia wyniki badań światowych opartych na standaryzowanym kwestionariuszu ankiety.

Odnosząc uzyskane wyniki do badań światowych można zauważyć, że rozważane czynniki zostały ocenione niejednoznacznie. Jednak wydaje się, że zasadne jest przyjęcie, że wzrost cen akcji na rynku, pozwalający na uzyskanie wysokiej ceny nowej emisji akcji jest ważną determinantą pozyskiwania kapitału własnego także w innych krajach. W ocenie respondentów z Wielkiej Brytanii jest to drugi co do ważności czynnik (średnia ocena 2,24), zaś respondenci ze Stanów Zjednoczonych i Kanady oraz szesnastu krajów europejskich uznali go za trzeci co do ważności (średnie oceny wynoszą odpowiednio: 2,53 oraz 2,61, tabela 2). Wagę tego czynnika potwierdza również wysoka ocena znaczenia przewartościowania i niedowartościowania akcji na rynku. Respondenci ze Stanów Zjednoczonych i Kanady, Niemiec oraz Francji uznali to za drugi co do ważności czynnik (średnie oceny: 2,69; 1,92; 2,00), zaś osoby badane w Wielkiej Brytanii za trzeci co do ważności (średnia ocena 2,17).

W badaniach światowych respondenci generalnie nie uznali, iż fakt, że emisja akcji to najmniej ryzykowne źródło kapitału czy też rozwodnienie akcji powodujące zmiany w strukturze własności spółki to ważne determinanty pozyskiwania kapitału własnego.

Warto zwrócić uwagę, że czynnik, który w Polsce został oceniony jako nieważny – obniżenie zysku netto na jedną akcję – w wybranych krajach został uznany za najważniejszą determinantę decyzji o pozyskaniu kapitału własnego. W szczególności był to najważniejszy czynnik determinujący emisję akcji zdaniem respondentów ze Stanów Zjednoczonych i Kanady (średnia ocena 2,84), drugi co do ważności w Holandii (średnia ocena 2,23), zaś czwarty w Wielkiej Brytanii (średnia ocena 2,04).

¹³ W badaniach empirycznych niekiedy za docelową strukturę kapitału przyjmuje się poziom zadłużenia dla sektora, [za:] J.R. Graham, C.R. Harvey, *op.cit.*, s. 17.

Ponadto, w badaniach przeprowadzonych w Holandii i Francji respondenci uznali, że najważniejszym czynnikiem wpływającym na decyzję o przeprowadzeniu emisji akcji jest to, że pozwala ona na utrzymanie docelowej struktury wskaźnika kapitału obcego do własnego, natomiast w badaniu przeprowadzonym w szesnastu krajach europejskich czynniki ten został uznany za drugi co do ważności (średnie oceny odpowiednio 2,85; 2,80).

Tabela 2. *Ważność czynników wpływających na pozyskanie kapitału własnego – porównanie z wynikami badań światowych*

	Średnia ocena respondentów w badanych krajach						
	Pol-ska	USA, Kanada	Europa	Wielka Brytania	Holandia	Niem-cy	Francja
Wzrost cen akcji na rynku pozwala na uzyskanie wysokiej ceny nowej emisji akcji	3,10	2,53	2,61	2,24	1,77	1,50	1,40
Emisja akcji to najmniej ryzykowne źródło kapitału	2,43	1,76	1,50	1,76	1,62	1,42	2,00
Rozwodnienie akcji determinujące strukturę własności spółki	2,43	2,14	1,67	1,70	1,85	0,83	1,67
Skala przewartościowania / niedowartościowania akcji na rynku	2,20	2,69	2,44	2,17	1,69	1,92	2,00
Emisja akcji to najtańsze źródło kapitału	1,90	1,10	0,67	1,28	0,92	1,33	2,00
Emisja akcji dla zrealizowania programów pracowniczych, takich jak: opcje na akcje, opcje menedżerskie i inne	1,90	2,34	2,07	2,44	1,92	2,17	1,40
Emisja akcji stanowi dla inwestorów sygnał o lepszych perspektywach rozwoju spółki niż zwiększanie zadłużenia	1,83	1,31	1,15	1,41	1,31	1,42	0,33
Emisja pozwala na utrzymanie docelowej struktury wskaźnika kapitału obcego do własnego	1,70	2,26	2,67	1,72	2,85	1,08	2,80
Niewystarczająca wysokość ostatnich zysków do finansowania działalności	1,60	1,76	1,94	1,91	1,86	1,83	2,00
Niezdolność do pozyskania funduszy wykorzystując dług, dług zamienny czy inne źródła	1,60	1,15	0,93	1,00	1,67	0,17	0,00
Obniżenie wskaźnika zysku na jedną akcję	1,30	2,84	2,72	2,04	2,23	0,42	0,00
Uregulowania systemu podatkowego w zakresie opodatkowania dochodów z zysków kapitałowych względem dochodów z dywidend	1,20	0,82	0,98	0,71	1,00	0,83	1,33

Utrzymywanie takiej ilości kapitału własnego, jaka jest w innych firmach w sektorze	0,87	1,45	1,85	1,00	1,08	0,92	1,80
---	------	------	------	------	------	------	------

Źródło: opracowanie własne na podstawie: J.R. Graham, C.R. Harvey, The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field, „Journal of Financial Economics” 2001, vol. 60, s. 48; F. Bancel, U.R. Mittoo, Cross-Country determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms, „Financial Management” 2004, vol. 33, s. 116-117; D. Brounen, A. de Jong, K. Koedijk, Capital Structure Policies in Europe: Survey Evidence, „Journal of Banking&Finance” 2006, nr 5, s. 1425; badania własne.

Natomiast emisja akcji przeprowadzona w związku z realizacją programów pracowniczych jest najważniejszą przesłanką skłaniającą do podjęcia decyzji o przeprowadzeniu emisji w ocenie respondentów z Wielkiej Brytanii oraz Niemiec (średnie oceny: 2,44; 2,17).

Podobnie jak w przypadku wyników badania przeprowadzonego w Polsce, wyniki badań światowych wskazują, że ani uregulowania systemu podatkowego, ani dążenie do utrzymywania takiej samej ilości kapitału własnego, jaka jest w innych firmach w sektorze nie jest ważną determinantą wpływającą na pozyskanie kapitału własnego. Decyzje o emisji akcji również nie są związane z niemożliwością pozyskania funduszy z wypracowanych zysków, kapitału obcego, długu zamiennego, czy też innych źródeł.

5. Podsumowanie

Przedstawione i omówione wyniki badania dostarczają informacji, jakie czynniki są ważnymi determinantami decyzji o pozyskaniu kapitału własnego, w ocenie osób zarządzających finansami w wybranych publicznych spółkach akcyjnych w Polsce.

Najważniejszym czynnikiem jest odpowiednia sytuacja na rynku, na co wskazuje między innymi hipoteza *market timing*. Potwierdziły to wysokie oceny respondentów przypisane poziomowi cen akcji na rynku, jak również skali przewartościowania /niedowartościowania akcji na rynku. Warto zaznaczyć, iż czynniki te zostały wysoko ocenione przez respondentów nie tylko w Polsce, ale także w badaniach światowych. Ponadto także statystyki makroekonomiczne, dotyczące wielkości dokonywanych emisji, zarówno w ramach pierwotnych ofert publicznych, jak i wtórnych ofert publicznych na tle poziomu wzrostu gospodarczego wskazują na wyraźną zależność między dobrą koniunkturą na giełdzie (związaną także z ogólną kondycją gospodarki w kraju) a wielkością emisji.

W odniesieniu do rozważanych czynników uzyskane wyniki badania w Polsce nie potwierdziły znaczenia dwóch dominujących teorii struktury kapitału: teorii substytucji oraz teorii hierarchii źródeł finansowania. Dążenie do utrzymywania docelowej struktury kapitału (wynikającej ze wskazań teorii substytucji) poprzez emisję akcji nie jest ważnym czynnikiem wpływającym na decyzje o pozyskaniu kapitału własnego. Natomiast wyniki badań światowych w tym zakresie są zróżnicowane.

Ani w Polsce, ani w badaniach światowych nie zostały potwierdzone wskazania teorii hierarchii źródeł finansowania, zgodnie z którymi zewnętrzny kapitał własny powinien być pozyskiwany, kiedy są wyczerpane wewnętrzne źródła finansowania, a także gdy przedsiębiorstwo nie jest w stanie pozyskać kapitału obcy. Decyzje o dokonaniu emisji akcji nie wynikają z korzystania z poszczególnych źródeł finansowania w określonej kolejności.

Dodatkowo, ciekawym wynikiem jest zaprzeczenie, że kształtując strukturę kapitału, w tym decydując o poziomie kapitału własnego, przedsiębiorstwa kierują się tym, jaka jest sytuacja w innych firmach w sektorze. W konsekwencji, stosowana często w praktyce metoda oceny struktury kapitału, polegająca na ocenie sytuacji analizowanej firmy na tle sektora nie musi być poprawna.

Podsumowując powyższe rozważania należy stwierdzić, że problematyka kształtowania struktury kapitału, obejmująca zarówno poziom zadłużenia jak i udział kapitału własnego powinna być przedmiotem cyklicznych badań. Wynika to zarówno z dużej złożoności oraz wieloaspektowości zagadnienia determinant struktury kapitału, jak również z ciągłego rozwoju rynku finansowego w Polsce.

6. Literatura

- [1] Baker M., Wurgler J., *Market Timing and Capital Structure*, „Journal of Finance” 2002, vol. 57, nr 1.
- [2] Bancel F., Mittoo U.R., *Cross-Country determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms*, „Financial Management”, 2004, nr 4.
- [3] Brounen D., de Jong A., Koedijk K., *Capital structure policies in Europe: Survey Evidence*, „Journal of Banking & Finance”, 2006, nr 30.
- [4] Gajdka J., *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wyd. UŁ, Łódź 2002.
- [5] Graham J.R., Harvey C.R., *The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field*, „Journal of Financial Economics”, 2001, nr 60.
- [6] Korajczyk R.A., Lucas D.J., McDonald R.L., *Equity Issues with Time-Varying Asymmetric Information*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1992, vol. 27, nr 3.

Streszczenie

W artykule zostały przedstawione i omówione wyniki badania, mającego na celu identyfikację, które ze wskazywanych przez teorię determinant decyzji o pozyskaniu kapitału własnego są ważne w ocenie osób zarządzających finansami w publicznych spółkach akcyjnych w Polsce. Nawiązano m.in. do głównych teorii struktury kapitału: teorii substytucji, teorii hierarchii źródeł finansowania, teorii sygnałów oraz do ogólnych zasad z zakresu finansów przedsiębiorstw. Badanie oparto na standaryzowanym kwestionariuszu ankiety, wykorzystanym w badaniach światowych. Umożliwiło to omówienie wyników na tle wyników badań obcych.

Słowa kluczowe: struktura kapitału, kapitał własny.

FACTORS AFFECTING ISSUE OF COMMON STOCK

Summary

The aim of this article is to present the results of survey on determinants

of the decision about issuing company's common stock. The managers responsible for financial decisions in companies listed on WSE were asked to indicate the most important factors that affected firm's policy concerning common stock. The results were analyzed in comparison with different capital structure theories. Moreover, the results from Poland were also compared to the results of earlier research from USA, Canada, and Europe. The most important factor is if the company's stock price has recently risen so that the price at which the company may sell a new emission is high. It is connected with market timing. The second important is that the common stock is the least risky source of funds. Surprisingly, such factors as using the same amount of equity as is used in other firms in the industry or earning per share dilution were ranked as not important.

Keywords: capital structure, equity, common stock.

Translated by Ewa Chojnacka

EWA CHOJNACKA

Uniwersytet Technologiczno-Przyrodniczy
im. Jana i Jędrzeja Śniadeckich w Bydgoszczy

e-mail: echoj@utp.edu.pl

